



NASDAQ OMX Copenhagen A/S  
Nikolaj Plads 6, Postboks 1040  
DK-1007 København K

Toldbodgade 53  
DK-1253 København K

Telefon +45 33 30 66 00

Fax +45 33 30 66 04

[www.smallcap.dk](http://www.smallcap.dk)

Dato 26. oktober 2012  
Udsteder SmallCap Danmark A/S  
Kontaktpersoner Jens Erik Høst, tlf. 33 30 66 10  
Antal sider 11 incl. denne side

SmallCap Danmark AS

CVR 39 70 34 16

### **Børsmeddelelse nr. 13.2012, Delårsrapport 1. januar – 30. september 2012**

SmallCap Danmark A/S's bestyrelse har d.d. behandlet og godkendt delårsrapporten for perioden 1. januar – 30. september 2012, hvorfra følgende kan fremhæves:

- Resultatet for de første tre kvartaler af 2012 blev 41,9 mio. kr. før og efter skat. Periodens afkast blev 15,1%. KFMX indekset steg med 16,6% i den samme periode.
- Resultatet for 3. kvartal 2012 blev 20,1 mio. kr. før og efter skat. Periodens afkast blev 7,2%. Selskabets benchmark, KFMX indekset, steg med 8,0%.
- De 5 største positive bidragsydere til resultatet i 3. kvartal var Egetæpper (12,3 mio. kr.), BoConcept (9,4 mio. kr.), Investeringsforeningen SmallCap Danmark (2,4 mio. kr.), Alm. Brand Formue (1,2 mio. kr.) og Auriga Industries (0,9 mio. kr.). Sammenlagt bidrog de pågældende investeringer med 26,2 mio. kr.
- De fem største negative bidragsydere til 3. kvartalsresultatet tegnede sig for et tab på 5,6 mio. kr. Væsentligst var H+H International (-2,1 mio. kr.) og Rias (-1,3 mio. kr.).
- Egenkapitalen var d. 30. september 2012 på 297,2 mio. kr. (indre værdi 65,3 kr. pr. aktie).
- Usikkerheden omkring den kortsigtede udvikling i makroøkonomien blev reduceret i 3. kvartal og har afledt en svag positiv undertone i aktiemarkedet. Vi vurderer at den positive undertone vil fortsætte ind i 4. kvartal, og vi fastholder de tidligere forventninger om, at aktiemarkedet slutter 2012 højere end niveauerne ved udgangen af 1. kvartal.
- Med de lave renteniveauer og moderate indtjeningsforventninger til virksomhederne, mener vi fortsat, at en række small cap aktier er så billige, at det lægger en bund under kurserne. Vilkårene er dog vanskelige for de virksomheder, der er i en turn-around situation, hvilket skyldes en kombination af de svage konjunkturer og investorernes kortsigtede indtjeningsfokus.

Med venlig hilsen  
SmallCap Danmark A/S

Jan O. Frøshaug  
Formand for bestyrelsen

Jens Erik Høst  
Adm. direktør

DELÅRSRAPPORT  
1. JANUAR – 30. SEPTEMBER 2012

SMALLCAP  
DANMARK A/S



SmallCap Danmark

## FORVENTNINGER TIL 2012

Usikkerheden omkring den kortsigtede udvikling i makroøkonomien blev reduceret i 3. kvartal og har afledt en svag positiv undertone i aktiemarkedet. Vi vurderer, at den positive undertone vil fortsætte ind i 4. kvartal, og vi fastholder de tidligere forventninger om, at aktiemarkedet slutter 2012 højere end niveauerne ved udgangen af 1. kvartal.

Vores hidtidige basisscenarie for eurozonen med en mild recession med negativ vækst i niveauet 0-1% for 2012 er i store træk blevet indfriet. Markedet er dog stadig nervøst, og der er risiko for store udsving i aktiekurserne, også i 4. kvartal, hvis de forventninger, som markedets aktører har til udviklingen i de politiske rammebetingelser, ikke indfries, eller hvis der sker en skærpeelse af konflikten med Iran inden årets udgang.

Til trods for den usikre makroøkonomi er de fundamentale forhold i hovedparten af de børsnoterede virksomheder fortsat sunde, og 2. kvartalsregnskaberne har med enkelte undtagelser været fornuftige uden at være prangende. Vi forventer ligeledes acceptable 3. og 4. kvartalsregnskaber. I løbet af 2. halvår bør svækkelsen af euroen siden juli forbedre de danske eksportvirksomheders konkurrenceevne uden for eurozonen, og inputomkostningerne er samtidig vigende. Modsat vejer den seneste konjunktursvækkelse i Europa, som har en negativ effekt på omsætningsvæksten.

I prisfastsættelsen af aktiemarkedet er der indarbejdet stor usikkerhed om udviklingen på 2-4 års sigt, og investorerne har gennemgående en markant likviditetspræference. Den meget lave aktivitet inden for børsintroduktioner tolker vi som et klart signal i retning af, at den nuværende prisfastsættelse af aktiemarkedet ikke er attraktiv for sælgerne af virksomheder. I private equity transaktioner er prisfastsættelsen ved virksomhedssalg typisk højere end på aktiemarkedet. Dette taler for, at aktiemarkedet er attraktivt prisfastsat for den langsigtede investor, der kan acceptere udsvingene i aktiekurserne.

Med de usædvanlige lave renteniveauer og moderate indtjeningsforventninger til virksomhederne, mener vi fortsat, at en række small cap aktier er så billige, at det lægger en bund under kurserne. Dog er vilkårene vanskelige for de virksomheder, der er i en turn-around situation.

Kombinationen af de svage konjunkturer og investorernes kortsigtede indtjeningsfokus bevirker, at det langsigtede potentiale i turn-around virksomhederne for tiden ikke bliver indregnet i prisfastsættelsen.

### KFMX indekset steg med 8,0% i 3. kvartal

De globale aktiemarkeder steg gennemgående mellem 5% og 12% i 3. kvartal. Den frygt og usikkerhed, der prægede udviklingen på aktiemarkedet i 2. kvartal, blev afløst af fornyet tiltro til, at der er en vej ud af den europæiske gælds-krise og af ubalancerne i den amerikanske økonomi.

Risikoen i aktiemarkedet blev reduceret, da formanden for Den Europæiske Centralbank i slutningen af juli tilkendegav, at alle midler, om nødvendigt, vil blive brugt for at forhindre et sammenbrud af euro-samarbejdet. Under forudsætning af skrappe budgetbetingelser og en formel ansøgning om hjælp fra de gældsplagede nationer vil ECB tilsikre, at renterne på statsudstedelser i eurozonen ikke kommer ud af kontrol. Dette vil ske via obligationskøb i markedet. Den reducerede usikkerhed om euroen forklarer en væsentlig del af stigningen på aktiemarkedet i 3. kvartal.

KFMX indekset, som er vores benchmark, er steget med 16,6% frem til ultimo september, hvorimod OMXC20 indekset, som omfatter de større og mest likvide aktier på fondsbørsen, er steget med 26,5%. Det er den særdeles positive udvikling i Novo Nordisk aktien, som i år er steget 38,9%, der forklarer hovedparten af forskellen mellem udviklingen i de større og mindre aktier. Novo Nordisk aktien vægter omkring 44% i OMXC20 indekset.

I løbet af 3. kvartal steg KFMX indekset med 8,0% og OMXC20 indekset med 10,6%. I det seneste kvartal har der ikke været nogen nævneværdig ændring at spore blandt de institutionelle investorer mht. risikoaversion og likviditetspræference.

Afkast og renter	2012	2012	12 mdr.	36 mdr.	60 mdr.	Levetid (150 mdr)	
	3. kvartal	å.t.d.	p.a.	p.a.	p.a.	p.a.	akk.
Forrentning af primo egenkapital før skat	7,2%	15,1%	12,4%	0,7%	-8,1%	11,8%	302,3%
Forrentning af primo egenkapital efter skat	7,2%	15,1%	6,3%	1,4%	-6,1%	10,5%	246,4%
KFMX	8,0%	16,6%	13,8%	0,0%	-15,3%	4,3%	69,5%
OMXC20	10,6%	26,5%	40,8%	13,8%	-0,3%	4,3%	68,9%
OMXC	9,9%	23,6%	34,8%	10,5%	-3,7%	4,2%	66,8%
DAX	12,5%	17,9%	26,4%	4,7%	-5,2%	-3,2%	-33,2%
S&P 500	5,8%	14,6%	27,3%	10,9%	-1,2%	-0,3%	-3,9%
Russel 2000	4,9%	13,0%	30,0%	11,5%	0,8%	3,6%	55,3%
Nikkei 225	-1,5%	4,9%	2,0%	-4,3%	-12,0%	-6,4%	-56,4%
<b>Rente på 10 årige statsobligationer</b>	<b>30-09-2012</b>	<b>01-01-2012</b>	<b>30-09-2011</b>	<b>30-09-2009</b>	<b>30-09-2007</b>	<b>01-04-2000</b>	<b>01-04-2000</b>
Danmark	1,2%	1,6%	2,1%	3,5%	4,5%	5,6%	5,6%
Tyskland	1,5%	1,8%	1,9%	3,2%	4,3%	5,3%	5,3%
USA	1,6%	1,9%	1,9%	3,3%	4,6%	6,0%	6,0%

Internationale indeks er i lokal valuta fra oprindelse slandet

Kilde: Egne beregninger og FactSet

## PERIODENS RESULTAT OG BALANCE

For de første 9 måneder af 2012 realiserede selskabet et overskud før skat på 41,9 mio. kr. svarende til et afkast på 15,1%. Resultatet efter skat blev ligeledes 41,9 mio. kr., da en del af det skattemæssige underskud ikke er aktiveret. Selskabet leverede derved et afkast efter omkostninger, der var 1,4% under KFMX indekset i perioden. En svag udvikling i flere af aktieporteføljens turn-around cases er den primære årsag til den pågældende underperformance.

Resultatet er sammensat af et investeringsafkast på 48,1 mio. kr., finansielle poster på -0,5 mio. kr. og ordinære driftsomkostninger på 5,7 mio. kr. Som følge af periodens underperformance i forhold til KFMX blev der ikke afsat til bonus i perioden.

Den ordinære omkostningsprocent udgjorde 1,9% sammenlignet med 1,4% for samme periode sidste år. Stigningen skyldes øgende omkostninger på 0,6 mio. kr., samt at egenkapitalen er faldet delvist som følge af udbytte og aktieilbagekøb.

I 3. kvartal opnåede selskabet et resultat før og efter skat på 20,1 mio. kr. Resultatet svarer til en positiv forrentning af egenkapitalen før og efter skat på 7,2%. KFMX indekset steg med 8,0% i kvartalet, hvorved SmallCap Danmark A/S underperformede med 0,8%-point.

Egenkapitalen pr. 30. september 2012 var på 297,2 mio. kr. sammenlignet med 276,8 mio. kr. ultimo 2011. Frem til ultimo september 2012 har selskabet erhvervet 232.701 egne aktier for 12,1 mio. kr., der er udbetalt 9,4 mio. kr. i udbytte og periodens resultat har påvirket egenkapitalen positivt med 41,9 mio. kr. Egne aktier er erhvervet med en rabat på gennemsnitlig 17,8% i forhold til indre værdi.

Delårsrapporten er aflagt efter samme regnskabsprincipper som årsrapporten for 2011. Delårsrapporten indeholder ikke usædvanlige usikkerheder ved indregning og måling.

### Aktieporteføljens udvikling i 3. kvartal

De 5 største positive bidragsydere til resultatet i 3. kvartal var Egetæpper (12,3 mio. kr.), BoConcept (9,4 mio. kr.), Investeringsforeningen SmallCap Danmark (2,4 mio. kr.), Alm. Brand Formue (1,2 mio. kr.) og Auriga Industries (0,9 mio. kr.). Sammenlagt bidrog de pågældende investeringer med 26,2 mio. kr.

De fem største negative bidragsydere til 3. kvartalsresultatet tegnede sig for et samlet tab på 5,6 mio. kr. Væsentligst var H+H International (-2,1 mio. kr.) og Rias (-1,3 mio. kr.).

De fem største investeringer ultimo 3. kvartal 2012 var Egetæpper, Investeringsforeningen SmallCap Danmark, BoConcept, Rias og Topsil. I alt var 76 % af selskabets egenkapital investeret i de pågældende selskaber.

Af større porteføljændringer har selskabet i 3. kvartal øget aktiebeholdningen i Rias og Brdr. Hartmann og anlagt mindre positioner i LiqTech og Bang & Olufsen. Som led i en strategi om at fokusere porteføljen i SmallCap Danmark A/S har selskabet solgt positionerne i Solar, Össur, IC Companys, Alm. Brand, Auriga Industries, Spar Nord Bank, FLSmidth, Østjydsk Bank og ALK-Abelló. Desuden er positionen i Per Aarsleff A/S blevet reduceret. Aktieporteføljen var ved udgangen af 3. kvartal indsnævret til 15 selskaber.

Selskabet havde ultimo 3. kvartal uændret tre 10%-aktieposter (BoConcept, Egetæpper og Rias). Vægten i de tre aktier er i kvartalet øget til 53,6% af egenkapitalen (47,4% ultimo 2. kvartal), hvilket primært er drevet af pæne kursstigninger i Egetæpper og BoConcept samt tilkøb af aktier i Rias. År-til-dato er Egetæpper steget med 41,5%, BoConcept 70,9% og Rias 0,2%. Tilsammen gav 10%-posterne et afkast på 41,1% år til dato.

Peer group	2012	2012	12 mdr.	36 mdr.	60 mdr.	Levetid (150 mdr.)	
	3. kvartal	å.t.d.	p.a.	p.a.	p.a.	p.a.	akk.
<b>SmallCap Danmark A/S</b>							
Forrentning af primo egenkapital før skat	7,2%	15,1%	12,4%	0,7%	-8,1%	11,8%	302,3%
Forrentning af primo egenkapital efter skat	7,2%	15,1%	6,3%	1,4%	-6,1%	10,5%	246,4%
<b>Foreninger med danske small cap aktier</b>							
Danske Invest Danmark Small Cap	4,9%	9,8%	8,6%	2,3%	-7,7%	5,5%	94,8%
Dexia Invest Small Cap	7,3%	17,5%	21,0%	10,8%	-5,4%	8,6%	181,3%
<b>Foreninger med danske aktier generelt</b>							
Bankinvest Danmark	11,4%	23,6%	34,1%	9,5%	-4,3%	-	-
Camegie WW/Danske aktier	11,4%	24,3%	32,1%	8,5%	-0,2%	5,9%	105,2%
Danske Invest Danmark	10,2%	22,2%	29,0%	5,9%	-4,1%	5,7%	98,9%
Maj Invest Danske Aktier	11,7%	24,1%	30,8%	7,7%	-1,9%	-	-
Nykredit Invest Danske Aktier	10,2%	23,6%	28,8%	6,2%	-3,1%	-	-
SEB Invest Danmark	10,5%	22,8%	30,7%	11,8%	-0,4%	10,9%	265,3%

Kilde: Egne beregninger og FundCollect

### Sigtelse for overtrædelse af værdipapirhandelsloven

SmallCap Danmark A/S og en direktør i selskabet blev i februar 2012 af Statsanklageren for Særlig Økonomisk Kriminalitet (SØK), sigtet for kursmanipulation. Myndighederne vurderer, at selskabet ved en række mindre aktiehandlinger i december 2009, december 2010 og december 2011 har påvirket ultimo kurserne for visse illikvide aktier i positiv retning.

Som det fremgår af særskilt børsmeddelelse nr. 07.2012 af 20. april 2012 afvises sigtelserne på det foreliggende grundlag. Der henvises til børsmeddelelsen.

Selskabets aktuelle indre værdi, der baseres på dagens børskurser i investeringsporteføljen, er ikke påvirket af sigtelsen og de i sigtelsen indeholdte forhold.

### Sammenligning med andre investeringsforeninger

Afkastet for SmallCap Danmark A/S var i 3. kvartal 2012 på niveau med de investeringsforeninger, der fokuserer på danske small cap selskaber.

### Bestyrelsens og ledende medarbejders ejerandel

Ved udgangen af september 2012 ejede bestyrelsen og ledende medarbejdere tilsammen 27,1% af aktiekapitalen.

Bestyrelsens og ledende medarbejders beholdning af aktier d. 30.09.12			
Antal aktier, stk.	Værdi, mio. kr.	% af kapital	Ændring siden d. 30.06.12, stk.
1.413.111	92,2	27,1%	-

## 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, der er et konjunkturfølsomt (sen cyklisk), modent, fragmenteret og konkurrencepræget marked. Egetæpper har en stærk markedsposition, et moderne produktionsapparat med en betydelig uudnyttet kapacitet (høj operationel gearing) og en stærk cash genererende forretningsmodel.

Egetæpper levede fuldt ud op til forventninger i 1. kvartal 2012/13 og gentog da også guidance for hele 2012/13 om et resultat før skat på 50 mio. kr. Vi forventer, at Egetæpper får en omsætningsvækst på 4% for 2012/13 (guidance 0-5%) under de nuværende afdæmpede konjunkturudsigter. Indtjeningen bliver lidt presset på grund af pres på bruttomarginalen som følge af de høje råvarepriser og en engangsudgift på 4 mio. kr. som følge af de forandringer, nedlukningen af fabrikken i Vejle medfører. Fra 2013/14 giver lukningen en omkostningsbesparelse på 10 mio. kr. årligt. Herudover vil løftestangeffekten, som selskabets betydelige ledige kapacitet giver, slå igennem med yderligere margin forbedringer til følge.

Egetæpper er steget med over 30% i den forgangne del af 2012. Egetæpper har udsigt til en årlig gennemsnitlig vækst i indtjeningen på over 10% over de kommende tre år. Det giver Egetæpper et udbetalingspotentiale til aktionærerne på over 10% af markedsværdien årligt i kraft af den høje cash flow generering. Det vil hjælpe på likviditeten og effektiviteten af prisfastsættelsen, hvis Egetæpper vælger at kanalisere noget af den betydelige overskudslikviditet tilbage til aktionærerne via aktiemarkedet i form af aktietilbagekøb.

**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 overraskede igen positivt i 1. kvartal 2012/13, men fastholdt guidance for hele året. BoConcept har dog ikke indregnet en betydelig positiv valutakurseffekt i guidance, hvorfor resultatet for 2012/13 vil blive noget bedre ved de nuværende valutakurser (primært styrkelsen af USD og Yen). I 1. kvartal opnåede BoConcept en vækst i same-store-sale på 6,6%. Samtidig er den nye kollektion blevet godt modtaget af franchisetagerne. Da salget først startede i september, har den haft begrænset indflydelse på salget i 1. kvartal. Bruttomarginalen blev endnu engang rekordhøj på 45,4% (42,5% i 1. kvartal 2011/12). Årsagen til den bedre bruttomarginal skyldes en gunstig valutakursudvikling, forbedret salgsmiks, større effektivitet samt gennemførte prisstigninger. BoConcept forventer at åbne 10 nye butikker netto i 2012/13 svarende til en stigning i antallet af butikker på 4%. Sammenholdt med en forventet vækst i s-st-s på 3-5% indebærer BoConcepts guidance en indtjeningsvækst på over 40% som i 2011/12. Ved indregning af den positive valutakurseffekt bliver fremgangen endnu større, godt 60%.

Torben Paulin er ny CEO fra 1. september 2012. Han kommer fra en stilling som Retail- og salgsdirektør i BoConcept. Den tidligere CEO og hovedaktionær Viggo Mølholm har samtidigt overtaget posten som bestyrelsesformand. Disse ledelsesmæssige ændringer danner et godt grundlag for en mere aggressiv eksekvering af vækststrategien.

BoConcept er steget med over 60% i den forløbne del af 2012. Aktien rummer dog fortsat et betydeligt langsigtet potentiale, der vil realiseres i takt med en succesfuld gennemførelse af vækststrategien.

Selskab	Andel af egenkapital 30.09.2012	Afkast i 3. kvartal mio. kr.	Afkast i 3. kvartal %
Egetæpper	26,2%	12,3	18,8%
BoConcept Holding	16,9%	9,4	22,9%
Rias	10,5%	-1,3	-4,8%
Topsil Semiconductor Mat.	3,3%	-0,8	-7,3%
DLH	3,2%	0,3	2,9%
<b>Fem største aktier i alt (excl. Invf. SmallCap Danmark)*</b>	<b>60,1%</b>	<b>19,9</b>	<b>-</b>
Invf. SmallCap Danmark	19,5%	2,4	4,3%
<b>Fem største positioner i alt (incl. Invf. SmallCap Danmark)</b>	<b>76,4%</b>	<b>22,0</b>	<b>-</b>

\*Invf. SmallCap Danmark er udeladt af totalen, da der er tale om en portefølje af aktier

Kilde: Egne beregninger og FactSet

#### **Rias (industri). SmallCap Danmark A/S ejer over 25% af aktiekapitalen**

**Investmentcase:** Rias er en forholdsvis defensiv investering i en mindre dansk 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.

Forventningerne til omsætning og indtjening i indeværende regnskabsår er blevet nedjusteret tre gang fra oprindelig et resultat før skat på 8-12 mio. kr. til nu 6-7 mio. kr. Nedjusteringerne ser vi som udtryk for, at Rias' markeder er meget afdæmpede på grund af de svage konjunkturer. På trods af de sløje markedsforhold vil Rias være i stand til at generere et positivt cash flow. 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.

#### **Topsil (informationsteknologi)**

**Investmentcase:** Topsil er en investering i en turn-around case. Topsil producerer og sælger (B2B) monokrystallinsk silicium af meget høj kvalitet til halvlederindustrien. Topsil er eksponeret mod den globale trend om øget energieffektivitet inden for industrien (motorer, pumper, ventilatorer) højhastighedstog, elbiler og udbygning af energiinfrastrukturen, herunder vindmøller.

Topsil har været igennem en meget turbulent periode de seneste år. Markederne har været meget svage, præget af de dårlige konjunkturer. Hertil kommer den kinesiske ulykke med et højhastighedstog i 2011, der betød midlertidig opbremsning af nye projekter. Det har en markant negativ indvirkning på Topsils indtjening på linje med en række andre spillere, der også er eksponeret mod dette segment. Det har ført til adskillige nedjusteringer senest med en kraftig nedjustering i august 2012 forud for offentliggørelsen af 2. kvartals rapporten. Vanskelighederne førte til en udskiftning af ledelsen. Den nye CEO Kalle Hvidt tiltrådte 1. januar 2012.

Efter vores opfattelse rummer Topsil fortsat et betydeligt langsigtet potentiale. Det fulde potentiale vil dog først vise sig i takt med, at markedsvilkårene forbedres, og det er usikkert, hvornår det sker. Til gengæld har Topsil med den nyligt opdaterede strategi – executing on opportunities – sat fuld fokus på de interne forbedringer og effektiviseringer. Samtidig rummer den vækstinitiativer via en satsning på Japan og Kina. Den nye fabrik er ved at blive taget i brug og skal være en væsentlig faktor til et betydeligt løft i produktions effektiviteten. Produktudvikling bliver meget mere stringent, hvor der fremover kun arbejdes på helt specifikke produkter med særlig fokus på at overholde deadlines. Hertil kommer en reduktion af arbejdskapitalen, der har været unormal høj bl.a. som følge af et reservelager i forbindelse med flytning til den nye fabrik. Vi har tillid til, at de interne forbedringstiltag vil give en betydelig positiv effekt på indtjeningen og cash flow genereringen. De positive effekter af vækstinitiativerne i Japan og Kina vil først vise sig om 1-2 år.

Topsil handler til en K/I på 0,5, hvor aktiverne primært udgøres af den nye fabrik. Det illustrerer kurspotentialet, når der igen kommer gang i forretningen.

### **DLH (industri)**

**Investmentcase:** DLH er en klassisk turn-around case, men nu også en value case. DLH er en ledende international grossistvirksomhed inden for handel med hårdt træ og træplader. 70% af omsætningen varetages af 5 salgsregioner - Norden, Vesteuropa, Østeuropa, Rusland og USA. Herudover varetager Global Sales back to back handel med træ globalt.

DLH var godt på vej med sin turn-around. Frasalg af ikke kerneaktiviteter blev gennemført i 2010, og selskabet fik tilført 250 mio. kr. i ny egenkapital i 2011. Svækkelsen af konjunkturerne i løbet af 2011 er imidlertid slået hårdt igennem på omsætningen og indtjeningen, selv om DLH har fortsat de interne effektiviseringsprocesser. Svækket efterspørgsel og intens pris-konkurrence presser marginalerne markant også i 2012.

De nuværende vanskelige markedsforhold har efter vores vurdering ikke ændret grundlaget for, at DLH på længere sigt kan opnå den målsatte EBIT margin på 4,5-5,0%, men de nuværende dårlige konjunkturer udskyder tidspunktet til efter 2014, som var det oprindelige mål.

Kursen på DLH er faldet med over 50% over de seneste 12 måneder. Vi mener, at det er en markant overreaktion. Kurspotentialet illustreres af, at den såkaldte break-up værdi svarer til over 8 kr. pr. aktie sammenlignet med den nuværende kurs på under 4 kr.

En nærmere analyse af DLHs balance viser, at den er meget likvid og derfor let at realisere. Varelageret udgør således godt 600 mio. kr. (11 kr. pr. aktie) optaget til kost pris eller realisationspris, hvis den er lavere. Hertil kommer kreditforsikrede tilgodehavender på ca. 400 mio. kr. Materielle anlægsaktiver udgør kun beskedne 75 mio. kr. Fratrækkes samtlige passiver udgør den således korrigerede egenkapital 450 mio. kr. svarende til over 8 kr. aktie, hvilket er 100% over den nuværende kurs. Hertil bør lægges værdien af selve forretningsmodellen som ledende international grossist virksomhed inden for handel med træ.

### **Investeringsforeningen SmallCap Danmark.**

**Investmentcase:** SmallCap Danmark A/S kan placere op til 25% af selskabets egenkapitalen via Investeringsforeningen SmallCap Danmark (investeringen udgør aktuelt 19,5%). Herved opnås adgang til en større spredning og likviditet end i SmallCap Danmark A/S's øvrige portefølje. Investeringsforeningen har i 1-3. kvartal opnået et afkast på 8,8%. Periodens afkast har været lavere end stigningen i KFMX på grund af en svag udvikling i flere af aktieporteføljens turn-around cases. Der henvises i øvrigt til investeringsforeningens delårsrapport for 1. januar – 30. september 2012, som kan findes på [www.smallcap.dk](http://www.smallcap.dk).



# LEDELSESPÅTEGNING

Ledelsen har dags dato behandlet og godkendt delårsrapporten for perioden 1. januar - 30. september 2012 for SmallCap Danmark A/S.

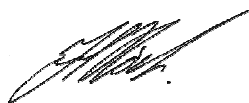
Delårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med IAS 34 som godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav til delårsrapporter for børsnoterede selskaber. Delårsrapporten er aflagt efter samme regnskabspraksis som koncernregnskabet for 2011. Delårsrapporten er ikke revideret og ikke reviewet af selskabets revisor.

Ledelsen anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig og den samlede præsentation af delårsrapporten for dækkende. Det er ledelsens opfattelse, at delårsrapporten giver et retvisende billede af koncernens aktiver, passiver og finansielle stilling samt af resultatet af koncernens aktiviteter og pengestrømme for delårsperioden.

Det er endvidere vores opfattelse, at ledelsesberetningen indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i koncernens aktiviteter og økonomiske forhold, periodens resultat og af koncernens finansielle stilling som helhed og en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som koncernen står over for.

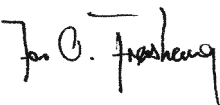
København, den 26. oktober 2012

## Direktion



Jens Erik Høst

## Bestyrelse



Jan O. Frøshaug, formand



Niels Roth



Per Søndergaard Pedersen



Merete Jørgensen

## Delårsrapport 1. januar – 30. september 2012

(tkr.)	2012 3. kvartal	2012 å.t.d.	2011 3. kvartal	2011 å.t.d.	2011
<b>Resultatopgørelse</b>					
Investeringsresultat	22.085	48.059	-67.070	-76.246	-81.581
Finansielle poster, netto	-224	-502	-893	-3.239	-3.429
Ordinære driftsomkostninger	-1.733	-5.658	-1.501	-5.069	-6.766
- Heraf bonus	0	0	0	0	0
Resultat før skat	20.128	41.899	-69.464	-84.554	-91.776
Skat af periodens resultat	0	0	10.069	12.143	-6.389
Periodens resultat, fortsættende aktiviteter	20.128	41.899	-59.395	-72.411	-98.165
Resultat af ophørende aktivitet (DKTI A/S)	0	0	-6.087	-7.072	-3.783
<b>Periodens resultat</b>	<b>20.128</b>	<b>41.899</b>	<b>-65.482</b>	<b>-79.483</b>	<b>-101.948</b>
Totalindkomst	20.128	41.899	-65.482	-79.483	-101.948
<b>Heraf aktionærer i SmallCap Danmark A/S's andel</b>	<b>20.128</b>	<b>41.899</b>	<b>-64.364</b>	<b>-78.129</b>	<b>-101.154</b>
Heraf minoritetsaktionærer i DKTI A/S's andel	0	0	-1.118	-1.354	-794
Resultat pr. aktie og resultat pr. aktie udvandet, kr.	4,4	9,0	-13,3	-16,1	-20,9
Ophørende aktivitet, res. pr. aktie og res. pr. aktie udvandet, kr.	0,0	0,0	-1,3	-1,5	-0,8
<b>Aktiver</b>					
<b>Materielle aktiver i alt</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>103</b>
Værdipapirer	283.715	283.715	246.868	246.868	286.139
Udskudt skatteaktiv	23.000	23.000	41.686	41.686	23.000
<b>Langfristede aktiver i alt</b>	<b>306.742</b>	<b>306.742</b>	<b>288.672</b>	<b>288.672</b>	<b>309.242</b>
Tilgodehavender	4.026	4.026	5.350	5.350	3.337
Likvide beholdninger	12.500	12.500	6.020	6.020	864
<b>Kortfristede aktiver i alt</b>	<b>16.526</b>	<b>16.526</b>	<b>11.370</b>	<b>11.370</b>	<b>4.201</b>
Aktiver bestemt for salg (DKTI A/S)	0	0	49.165	49.165	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>323.268</b>	<b>323.268</b>	<b>349.207</b>	<b>349.207</b>	<b>313.443</b>
<b>Passiver</b>					
Egenkapital, aktionærer i SmallCap Danmark A/S	297.164	297.164	301.330	301.330	276.760
Minoriteter i DKTI A/S	0	0	10.019	10.019	0
<b>Egenkapital i alt</b>	<b>297.164</b>	<b>297.164</b>	<b>311.349</b>	<b>311.349</b>	<b>276.760</b>
<b>Langfristede gældsforpligtelser i alt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Gæld til kreditinstitutter	23.759	23.759	8.070	8.070	30.791
Andre gældsposter	2.345	2.345	29.586	29.586	5.892
<b>Kortfristede gældsforpligtelser i alt</b>	<b>26.104</b>	<b>26.104</b>	<b>37.656</b>	<b>37.656</b>	<b>36.683</b>
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg (DKTI A/S)	0	0	202	202	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>323.268</b>	<b>323.268</b>	<b>349.207</b>	<b>349.207</b>	<b>313.443</b>
<b>Egenkapitalopgørelse</b>					
Egenkapital excl. minoriteter primo	279.229	276.760	366.664	405.032	405.030
Totalindkomst	20.128	41.899	-64.364	-78.129	-101.154
Bevægelser med aktionærene	-2.193	-21.495	-970	-25.573	-27.116
<b>Egenkapital excl. minoriteter ultimo</b>	<b>297.164</b>	<b>297.164</b>	<b>301.330</b>	<b>301.330</b>	<b>276.760</b>
Minoriteter primo	0	0	11.137	11.559	11.559
Totalindkomst	0	0	-1.118	-1.354	-794
Bevægelser med aktionærene	0	0	0	-186	-10.765
Minoriteter ultimo	0	0	10.019	10.019	0
<b>Egenkapital incl. minoriteter</b>	<b>297.164</b>	<b>297.164</b>	<b>311.349</b>	<b>311.349</b>	<b>276.760</b>
<b>Pengestrømsopgørelse</b>					
Pengestrømme fra drift	3.768	82	30.269	37.004	3.678
Pengestrømme fra investeringsaktiviteter	29.147	40.081	89.579	65.149	72.143
Pengestrømme fra finansieringsaktiviteter	-21.270	-28.527	-114.459	-96.810	-75.634
<b>Periodens forskydning i likvide beholdninger</b>	<b>11.645</b>	<b>11.636</b>	<b>5.389</b>	<b>5.343</b>	<b>187</b>
Likvide beholdninger primo	855	864	631	677	677
Likvide beholdninger ultimo	12.500	12.500	6.020	6.020	864
<b>Nøgletal</b>					
Omkostningsprocent, excl. bonus og extraord. omkst.	0,60%	1,93%	0,46%	1,37%	1,93%
Omkostningsprocent, incl. bonus og extraord. omkst.	0,60%	1,93%	0,46%	1,37%	1,93%
Indre værdi pr. aktie (BVPS), kr.	65,3	65,3	62,6	62,6	57,8
Børskurs ultimo pr. aktie, kr.	53,0	53,0	57,0	57,0	49,5
Cirkulerende antal aktier ultimo (1.000 stk.)	4.554	4.554	4.817	4.817	4.786



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 danske og nordiske børsnoterede, small og mid cap selskaber.

Målsætningen er at opnå et attraktivt langsigtet absolut afkast til vores aktionærer. Porteføljen er ikke sammensat med udgangspunkt i indekxvægte, men vil afvige væsentligt herfra. Selskabet skal ikke nødvendigvis være fuldt investeret, og selskabet kan i perioder være gearret med op til 50%.

### Hvorfor vælge SmallCap Danmark A/S?

- 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 SmallCap Danmark A/S 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. Siden starten i april 2000 har vi opnået et gennemsnitligt årligt afkast på 11,8% før skat – danske aktier er i gennemsnit stegt med 4,2% p.a.
- Uafhængig af andre økonomiske interesser – Vort eneste succeskriterium er at forrente aktionærernes penge bedst muligt. Vi har fravalgt den traditionelle bankdistribution, hvor der betales beholdningsprovision, eftersom provisionen blot vil fragå aktionærens afkast. Vores forretningsmodel er ikke volumenbaseret, eftersom skalafordelene tilfalder aktionærerne.
- Ledelse med stort økonomisk engagement – Ledelsen har samlet investeret mere end 100 mio. kr. i Smallcap Danmark A/S og Investeringforeningen SmallCap Danmark, som selskabet 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](http://www.smallcap.dk)

