

Investeringsforeningen SmallCap Danmark
Cvr. 29218153
Årsrapport 2014
9. regnskabsår

INDHOLD

Ledelsesberetning	
Hoved- og nøgletal	2
Forord	3
Ledelsens årsberetning	4
Investment cases	9
Profil – Investeringsforeningen SmallCap Danmark	15
Risiko og styring	17
IR-politik	20
Incitamentprogrammer	21
Bestyrelsens og ledende medarbejderes ejerandele	22
Resultatopgørelse	23
Balance	24
Noteoversigt	25
Noter til årsrapport	26
Ledelsens påtegning	34
Den uafhængige revisors påtegning	35
Børsmeddelelser, 2014	37
Foreningsoplysninger	38

HØVED- OG NØGLETAL

Mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014
Renter og udbytter	3,0	6,8	4,5	1,3	3,0
Kursgevinster og -tab	28,7	-54,2	6,0	36,5	-6,4
Administrationsomkostninger	-3,2	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8
Bonus	-0,7	0,3	0,2	0,0	0,0
Skat	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,9
Årets nettoresultat	27,8	-50,0	7,8	34,9	-5,3
Likvide midler, ultimo	9,0	9,3	9,9	6,5	9,4
Kapitalandele, ultimo	181,6	133,5	130,1	114,1	91,5
Medlemmernes formue, ultimo	182,7	135,7	139,5	119,6	99,4
Værdipapirbeh. i procent af medlemmernes formue, ultimo	99%	98%	93%	95%	92%
Værdipapirernes omsætningshastighed	1,02	0,64	0,44	0,50	0,46
Kursværdi af køb	167,6	167,6	59,8	27,9	48,7
Kursværdi af salg	164,4	164,4	69,1	80,4	65,0
Cirkulerende andele, ultimo, stk.	19.979	20.839	19.834	12.484	10.938
Udlodning pr. andel, kr.	0	0	0	0	0
Indre værdi pr. andel, ultimo, kr.	9.147	6.665	7.031	9.578	9.092
Børskurs, ultimo, kr.	9.200	6.540	6.825	9.357	8.950
Afkast, %	18,6%	-27,1%	5,5%	36,2%	-5,1%
Merafkast ifht. stigning i OMXCXC20, %	1,9%	-1,3%	-8,6%	-9,3%	-9,2%
Sharpe ratio (12 mdr.)	0,73	neg.	0,34	3,32	neg.
Stigning i OMXCXC20, %	16,7%	-25,8%	14,1%	45,5%	4,1%
Stigning i OMXC20, %	35,9%	-14,8%	27,2%	24,1%	20,9%
Omkostningsprocent, ordinære omkostninger, %	1,95%	1,69%	1,97%	2,58%	2,25%
Omkostningsprocent, %	2,40%	1,48%	1,79%	2,58%	2,25%
Årlige omkostninger i procent (ÅOP), ordinære omkost., %	2,88%	2,53%	2,78%	3,36%	3,07%
Årlige omkostninger i procent (ÅOP), %	3,33%	2,32%	2,61%	3,36%	3,07%

Kære medlem,

For 12 måneder siden fremhævede vi, at investorinteressen og likviditeten i udvalgte mindre og mellemstore aktier var steget i takt med, at kurspotentialer i de større aktier var blevet mere begrænset. Vi vurderede på daværende tidspunkt, at det kunne blive starten på en ny periode, hvor danske small cap aktier outperformede large cap aktierne. Dette viste sig desværre ikke at være tilfældet.

Den tiltagende interesse for small cap aktier som vi oplevede i løbet af 2013, blev i 2014 punkteret af geopolitisk uro samt skuffelse over manglende vækst i Europa. Øget usikkerhed relateret til indtjeningsudviklingen i virksomhederne bevirkede, at investorerne reducerede risikoen i deres porteføljer i løbet af 2. halvår af 2014. En række cykliske aktier, faldt og likviditetspræferencen i aktiemarkedet tiltog. Dette resulterede i at small cap aktierne underperformede large cap.

For 1. halvår 2014 rapporterede foreningen et afkast på 13,2% og var 3,9% foran sit benchmark. En negativ udvikling i flere af foreningens største investeringer medførte imidlertid en markant underperformance i 2. halvår.

For 2014 som helhed rapporterede investeringsforeningen en negativ forrentning af medlemmernes formue på 5,1%. I den samme periode steg OMXC20-indekset, som er foreningens benchmark, med 4,1% og de danske large cap aktier repræsenteret via OMXC20, steg med 20,9%. Investeringsforeningen underperformede således sit benchmark med 9,2%-point og underperformede de danske large cap aktie med 26%-point. Vi er skuffede over 2014 resultatet i Investeringsforeningen SmallCap Danmark, og betragter resultatet som utilfredsstillende.

Med henblik på at stimulere BNP væksten og reducere risikoen for deflation, fører verdens væsentligste centralbanker i USA, Europa, Japan og Kina alle en meget lempelig pengepolitik. Dette bevirker, at renteniveauet er ekstremt lavt, og at investorerne kun får marginale afkast i penge- og obligationsmarkedet. Hvis investorerne skal have anstændige afkast, er de i stigende grad nødsaget til at søge over i mere risikobetonede aktivklasser såsom aktier.

Til trods for den skuffende udvikling i 2014 vurderer vi alligevel, at small cap segmentet rummer et uforløst langsigtet potentiale, men det er vanskeligt at vurdere, hvornår dette potentiale bliver udløst.

Foreningen forventer et positivt aktiemarked og et positivt afkast og resultat i 2015.

Bestyrelsen vil indstille til generalforsamlingen at der, i lighed med for 2013, ikke udbetales et udbytte for 2014.

København d. 17. marts 2015

Niels Roth
Formand for bestyrelsen

LEDELSENS ÅRSBERETNING

I 2014 realiserede Investeringsforeningen SmallCap Danmark et resultat før skat på -6,2 mio. kr. Foreningen fik i 1. kvartal refunderet 0,9 mio. kr. i tidligere betalt svensk udbytteskat, og resultatet efter skat blev derved på -5,3 mio. kr., hvilket svarer til en negativ forrentning af medlemmernes formue på 5,1%. OMXCXC20-indekset, som er foreningens benchmark, steg med 4,1% i 2014 og foreningen underperformede således sit benchmark med 9,2%-point.

Foreningen oplevede en positiv start på 2014, og rapporterede således et afkast på 13,2% for 1. halvår, og var derved 3,9% foran sit benchmark. Den positive udvikling vendte imidlertid i 2. halvår idet en negativ udvikling i flere af foreningens største investeringer såsom DLH, Topsil, B&O, Solar og BE Group, medførte en markant underperformance. Sanktioner mod Rusland og skuffelsen over manglende vækst i den europæiske økonomi bidrog til den negative udvikling i 2. halvår.

Resultatet er sammensat af et investeringsafkast på -3,4 mio. kr. (2013: 37,8 mio. kr.), ordinære driftsomkostninger 2,8 mio. kr. (2013: 2,8 mio. kr.) og refunderet skat 0,9 mio. kr. (2013: 0,0 mio. kr.). Kriterierne for hensættelse af bonus blev ikke opfyldt i 2014.

Den ordinære omkostningsprocent for regnskabsåret 2014 udgjorde 2,3% sammenlignet med 2,6% for samme periode forrige år. Faldet skyldes en gennemsnitlig større formue under forvaltning i 2014.

Medlemmernes formue pr. 31. december 2014 var på 99,5 mio. kr. (2013: 119,6 mio. kr.). Dette svarer til en indre værdi på 9.092 kr. pr. investeringsforeningsandel (2013: 9.578 kr.).

I løbet af 2014 blev antallet af cirkulerende investeringsforeningsandele via indløsning reduceret til 10.938 (12.484 ultimo 2013). Der blev således indløst 1.546 investeringsforeningsbeviser i løbet af 2014 svarende til 12,4% af den cirkulerende mængde primo året. Ultimo 2014 var SmallCap Danmark A/S, via datterselskabet Porteføljeselskabet A/S, i besiddelse af 55% af de udestående investeringsbeviser.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen at der, i lighed med 2013, ikke udbetales udbytte for 2014.

Årsrapporten er aflagt efter samme regnskabsprincipper som årsrapporten for 2013. Årsrapporten indeholder ikke usædvanlige usikkerheder ved indregning og måling. Foreningen har i lighed med tidligere år ikke anvendt afledte finansielle instrumenter i 2014.

Aktiemarkedet i 2014

Den meget lempelige pengepolitik fra centralbankerne i USA, Europa, Japan og Kina fortsatte i 2014, hvilket var med til at understøtte aktiemarkedet. Tiltagende geopolitiske spændinger, vigende råvarepriser og svigtende vækst i Europa forårsagede væsentlige udsving i aktiekurserne henover året, men et flertal af aktiemarkederne sluttede året i positivt territorium.

MSCI World indekset steg med 7,7% og trukket af tiltagende vækst i den amerikanske økonomi steg S&P 500 med 11,4%. Stigningerne på de europæiske aktiemarkeder var mere moderate med et gennemsnitsafkast i niveauet 4%. Det samlede danske aktiemarked, repræsenteret via OMXC indekset, steg med 17,6%, og klarede sig derved væsentligt bedre end de fleste aktiemarkeder.

For 2014 som helhed var stigningen på det danske aktiemarked primært trukket af de store indekstunge aktier såsom Novo Nordisk, Danske Bank, Pandora, Coloplast og Vestas Wind Systems der steg mellem 30% og 71%. Det danske OMXC20 indeks, som repræsenterer de tyve

største aktier, steg således med 20,9% i 2014, hvorimod OMXCXC20, der er sammensat af mindre aktier, blot steg med 4,1%.

Vi oplevede et markant skifte i stemningen i aktiemarkedene i forbindelse med at uroen i Ukraine eskalerede, og sanktionerne mod Rusland blev optrappet. Volatiliteten i aktiemarkedet tiltog og investorernes risikoaversion blev forøget, hvilket specielt ramte small cap segmentet i form af lavere likviditet og underperformance relativt til large cap segmentet.

Fra en realøkonomisk synsvinkel var den geopolitiske uro, der prægede aktiemarkedet i 3. kvartal, mere alvorlig, end vi ellers har oplevet i de seneste år. Europa har handelsinteresser med både Rusland og Ukraine. De handelssanktioner der opstod i forbindelse med konflikten, har haft en negativ effekt på en række europæiske virksomheder, hvilket kunne aflæses i erhvervstillidsindikatorerne i løbet af 3. kvartal. Den russiske/ukrainske konflikt skabte øget usikkerhed om det i forvejen skrøbelige europæiske opsving, og forøgede usikkerheden omkring den kortsigtede indtjeningsudvikling i virksomhederne. Disse faktorer var den væsentligste årsag til den negative udvikling på en række europæiske aktiemarkeder i specielt 3. kvartal.

Kun afbrudt af ét enkelt godt år i 2013 har small cap aktierne i Danmark, underperformet large cap aktierne siden ultimo 2006. Vi har gennemgående oplevet, at de mindre virksomheder har haft vanskeligt ved at omstille sig til ændrede markedsvilkår efter finanskrisen, og de har samtidig vist sig at være særligt sårbare i lavvækstperioder. En række af de mindre virksomheder har behov for en længere periode med gode konjunkturer, før at de for alvor får rystet finanskrisen af sig.

Samlet set har de større aktier outperformet de mindre aktier med 138% siden ultimo 2006. Det bør dog bemærkes at en væsentlig del af denne outperformance skyldes, at Novo Nordisk er steget med 453% i perioden 2006 til 2014, og i øvrigt vejer meget tungt i OMXC20 indekset.

Det var ikke kun i Danmark, at de mindre aktier havde vanskeligt ved at følge med de større. I 2014 gjorde en tilsvarende udvikling sig gældende på det amerikanske aktiemarked.

Overordnet set var den lave rente på obligations- og pengemarkedet medvirkende til at afstive aktiemarkedet, eftersom investorerne har vanskeligt ved at finde afkast i andre aktivklasser. Der var dog store udsving i afkastet på tværs af sektorer. Fra et sektorperspektiv klarede de defensive aktier sig bedre end de cykliske aktier. Dette skyldes, at det europæiske opsving endnu engang lod vente på sig, ligesom kraftigt faldende råvarepriser påvirkede de olie- og råvarerelaterede aktier negativt.

Afkast og renter	2010	2011	2012	2013	2014	36 mdr. p.a.	60 mdr. p.a.	Levetid (104 mdr.) p.a.	akk.
Investeringsforeningen SmallCap Danmark	18,6%	-27,1%	5,5%	36,2%	-5,1%	10,9%	3,4%	-0,8%	-6,5%
OMXCXC20	16,7%	-25,8%	14,1%	45,5%	4,1%	20,0%	8,4%	-2,4%	-18,9%
OMXC20	35,9%	-14,8%	27,2%	24,1%	20,9%	24,1%	17,2%	7,4%	85,1%
OMXC	31,2%	-17,7%	24,2%	28,0%	17,6%	23,2%	15,1%	5,6%	60,0%
DAX	12,5%	-17,5%	24,4%	25,5%	2,7%	18,5%	10,5%	5,8%	62,4%
S&P 500	12,8%	0,0%	13,4%	29,6%	11,4%	17,9%	13,0%	5,3%	56,9%
Russell 2000	25,3%	-5,5%	14,6%	37,0%	3,5%	17,6%	14,0%	5,2%	55,5%
Nikkei 225	-3,0%	-17,3%	22,9%	56,7%	7,1%	27,3%	10,6%	0,2%	1,7%
Rente på 10 årige statsobligationer	01.01.2010	01.01.2011	01.01.2012	01.01.2013	01.01.2014	01.01.2012	01.01.2010	05.05.06	05.05.06
Danmark	3,7%	3,0%	1,6%	1,0%	2,0%	1,6%	3,7%	4,1%	4,1%
Tyskland	3,4%	3,0%	1,8%	1,3%	1,9%	1,8%	3,4%	4,0%	4,0%
USA	3,8%	3,3%	1,9%	1,8%	3,0%	1,9%	3,8%	5,1%	5,1%

Kilde: Egne beregninger og Factset

Udviklingen i aktieporteføljen i 2014

De største positive bidragsydere til årets resultat var Auriga Industries (+3,1 mio. kr.), Össur (+2,8 mio. kr.), Duni (+1,9 mio. kr.), Alm. Brand (+1,9 mio. kr.) og Pandora (+1,8 mio. kr.).

De største skuffelser i aktieporteføljen var DLH (-4,2 mio. kr.), Topsil (-3,9 mio. kr.), BE Group (-3,5 mio. kr.), ØK/EAC (-2,3 mio. kr.) og BoConcept (-1,9 mio. kr.).

De fem største positioner i enkeltaktier ultimo 2014 var Egetæpper, ØK/EAC, Alm. Brand, IC Group, og Topsil. Samlet set var 34,8% af medlemmernes formue investeret i de pågældende 5 positioner ultimo året.

Investeringsforeningen SmallCap Danmark har i løbet af 2014 anlagt nye positioner i ØK/EAC (8,1 mio.), BE Group (3,0 mio.), Vitrolife (1,3 mio.) og Matas (1,3 mio.).

Beholdningen af aktier i Per Aarsleff, H+H International, Vestas, TK Development og North Media blev solgt i 2014, og foreningen har desuden foretaget en række justeringer i den resterende del af porteføljen.

Selskab	31.12.13 Andel af formue	31.12.13 Beholdning mio. kr.	2014 køb/salg mio. kr.	2014 Afkast mio. kr.	31.12.14 Beholdning mio. kr.	31.12.14 Andel af formue
1 Egetæpper	8,7%	10,5	-2,1	+1,2	9,6	9,7%
2 EAC	0,0%	0,0	+10,3	-2,3	8,1	8,1%
3 Alm. Brand	4,4%	5,3	-1,3	+1,9	5,9	5,9%
4 IC Group	5,2%	6,3	-0,6	+0,0	5,7	5,7%
5 Topsil Semiconductor Mat.	7,7%	9,2	+0,0	-3,9	5,3	5,4%
I alt 2014 top 5	26,0%	31,3	6,3	-3,1	34,6	34,8%
6 Össur	4,4%	5,3	-3,1	+2,8	5,0	5,0%
7 Auriga Industries	3,9%	4,6	-2,8	+3,1	4,9	4,9%
8 BoConcept Holding	4,9%	5,9	+1,0	-1,9	4,9	4,9%
9 Solar	4,7%	5,6	-0,5	-0,5	4,6	4,7%
10 Duni	4,6%	5,6	-2,8	+1,9	4,6	4,6%
I alt 2014 top 10	48,5%	58,2	-1,9	2,3	58,6	58,9%
	46,7%	55,9	-17,3	-5,7	32,9	33,1%
I alt	95,2%	114,1	-19,2	-3,4	91,5	92,0%

Kilde: Egne beregninger

Sammenligning med andre investeringsforeninger

Afkastene iblandt andre investeringsforeninger, der fokuserer på danske small cap selskaber svingede mellem 5,0% og 6,6% i 2014. Med et afkast på -5,1% leverede Investeringsforeningen SmallCap Danmark et afkast der var dårligere end gennemsnittet af sammenlignelige investeringsprodukter.

Afkast i sammenlignelige investeringsforeninger	2010	2011	2012	2013	2014	36 mdr. p.a.	60 mdr. p.a.	Levetid (104 mdr.) p.a.	akk.
Investeringsforeningen SmallCap Danmark	18,6%	-27,1%	5,5%	36,2%	-5,1%	10,9%	3,4%	-0,8%	-6,5%
Danske Invest Danmark Indeks Small Cap	35,9%	-25,5%	4,1%	47,8%	5,0%	17,3%	10,3%	3,0%	29,0%
Dexia Invest Small Cap	39,4%	-21,1%	14,9%	68,2%	6,6%	27,3%	17,8%	6,6%	74,4%
Bankinvest Danmark	29,3%	-19,1%	24,2%	31,0%	20,5%	25,2%	15,5%	3,7%	36,7%
Carnegie WW/Danske aktier	25,2%	-19,3%	26,0%	38,1%	18,8%	27,4%	15,9%	8,4%	101,5%
Danske Invest Danmark	27,4%	-23,6%	22,9%	42,4%	23,7%	29,3%	16,1%	6,5%	73,2%
Maj Invest Danske Aktier	26,2%	-19,8%	26,0%	35,7%	15,3%	25,4%	14,8%	7,4%	86,0%
Nykredit Invest Danske Aktier	28,4%	-24,2%	24,5%	36,2%	17,2%	25,7%	14,1%	5,7%	61,3%
SEB Invest Danmark	29,1%	-15,4%	24,2%	31,9%	19,5%	25,1%	16,4%	8,0%	94,9%

Kilde: Egne beregninger og Fundcollect

Sigtelse for overtrædelse af værdipapirhandelsloven

Investeringsforeningen SmallCap Danmark blev i februar 2012 af Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet (SØIK) sigtet for kursmanipulation. Myndighederne vurderer, at foreningen ved en række mindre aktiehandler i december 2009 og december 2010 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.

Værdien pr. balancedagen, såvel som aktuelt, af foreningens investering er ikke påvirket af sigtelsen og de i sigtelsen indeholdte forhold.

Begivenheder efter regnskabsperiodens udløb

Der er ikke indtruffet væsentlige begivenheder i Investeringsforeningen SmallCap Danmark efter 31. december 2014.

Forventninger til 2015

Foreningen forventer et positivt aktiemarked og et positivt afkast og resultat i 2015.

Med henblik på at stimulere BNP væksten og reducere risikoen for deflation, fører verdens væsentligste centralbanker i USA, Europa, Japan og Kina alle en meget lempelig pengepolitik. Dette bevirker, at renteniveauet er ekstremt lavt, og at investorerne kun får marginale afkast i penge- og obligationsmarkedet. Hvis investorerne skal have anstændige afkast, er de i stigende grad nødsaget til at søge over i mere risikobetonede aktivklasser såsom aktier.

Den økonomiske ustabilitet i Grækenland, bør ikke påvirke den europæiske økonomi i noget nævneværdigt omfang, og risikoen for yderligere negative påvirkninger fra Rusland/Ukraine konflikten vurderer vi som begrænsede. En række ledende makroøkonomiske indikatorer blev svækket i 2. halvår af 2014, men er nu igen i fremgang. Over de seneste 10 måneder er euroen blevet svækket med over 25% i forhold til den amerikanske dollar, og dette giver mange europæiske virksomheder både direkte og indirekte forbedringer af konkurrenceevnen. Den forbedrede konkurrenceevne bør kunne aflæses i eksportvirksomhedernes ordreindgang og indtjening i løbet af 2015.

Der er indarbejdet omkring 10-12% EPS vækst i konsensusestimaterne for de nordiske selskaber i 2015, men analytikernes estimer er ofte for aggressive og kommer som regel ned i løbet af året. Konsensusforventningerne kan dog vise sig, at være mere realistiske end tilfældet har været de foregående år, eftersom styrkelsen af den amerikanske dollar endnu ikke er fuldt indarbejdet i estimerne.

Den europæiske økonomi bør blive begunstiget af de lavere olie-, fødevare- og råvarepriser, som har en positiv effekt på forbrugernes rådighedsbeløb og købekraft.

De fleste makroøkonomiske prognoser peger på fremgang i både den europæiske og globale BNP vækst i de kommende år. Det bør begunstige indtjeningen i virksomhederne, omend der er nogen usikkerhed knyttet til timingen og omfanget af væksthremgangen.

Til trods for den skuffende udvikling i 2014 vurderer vi alligevel, at small cap segmentet rummer et uforløst langsigtet potentiale, men det er vanskeligt at vurdere hvornår dette potentiale bliver udløst.

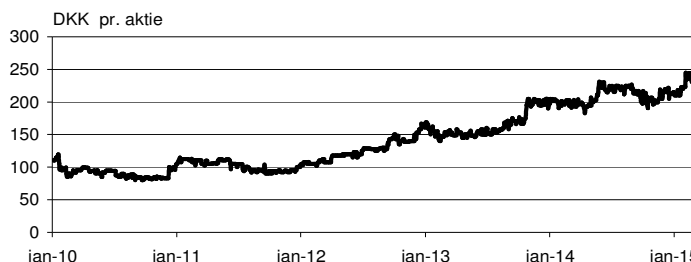
Finanskalender, 2015

17. marts	Årsrapport 2014
20. april	Ordinær generalforsamling
20. april	Delårsrapport, 1. kvartal 2015
21. juli	Delårsrapport, 1. halvår 2015
22. oktober	Delårsrapport, 1-3. kvartal 2015

INVESTMENT CASES

Egetæpper (forbrugsgoder)

Mio. kr.	2011/12	2012/13	2013/14	2. kvartal 2013/14	3. kvartal 2013/14	4. kvartal 2013/14	1. kvartal 2014/15	2. kvartal 2014/15	3. kvartal 2014/15
Omsætning	753	782	784	199	204	192	198	209	224
Vækst y/y	2,0%	3,8%	0,3%	-0,4%	7,8%	-2,6%	3,8%	5,2%	9,8%
EBIT	64	55	70	13	23	13	24	16,4	14,1
EBIT margin	8,5%	7,0%	8,9%	6,5%	11,3%	6,7%	12,3%	7,9%	6,3%
Resultat før skat	55	48	62	11	21	12	22	14	10
EPS	14	13	18						
Udbytte pr. aktie	3,0	5,1	7,0						
Dividend yield	2,6%	3,4%	3,6%						
PE	8,6	11,8	10,9						
EV/EBITA	6,3	8,1	7,8						
K/IV	0,9	1,0	1,2						



De seneste års udvikling

Egetæppers genopretning af indtjeningen efter finanskrisen er skabt ved moderat omsætningsvækst men især via effektiviseringer af produktionen og reduktion af omkostningerne, bl.a. ved nedlukningen af spinderiet i Vejle i 2012. Egetæpper har i august 2013 fulgt op med en ny strategi – Sustainable Carpet Design 2020 – der indeholder mål om en organisk vækst på 5-10% p.a. og en EBIT marginal på 12%. Omsætningsvæksten skal især hentes ved en fokuseret satsning på det europæiske flisemarked, som har en værdi på 8 mia. kr. Egetæpper har indtil videre kun solgt fliser i Norden og har derfor en meget lav europæisk markedsandel på kun ca. 1%. Fliser har været det eneste vækstområde de seneste 3-4 år for Egetæpper.

I maj 2014 annoncerede Egetæpper købet af Hammer Tæpper, der blev konsolideret pr. 1. oktober 2014. Egetæpper forventer en umiddelbar positiv effekt af købet på 5 mio. kr. før skat for de 7 måneder, som Hammer kommer til at indgå i regnskabsåret 2014/15. Det svarer til en stigning på helårsbasis på ca. 10%. Med købet af Hammer Tæpper har Egetæpper bedre mulighed for at møde de finansielle måltal. Endvidere får Egetæpper styrket markedspositionen på 4-5 stjernede hoteller og især krydstogtindustrien.

I januar 2015 meddelte bestyrelserne i Egetæpper og selskabets hovedaktionær Mads EG Damgaards Familiefond (38,7% af aktierne og 71,3% af stemmerne), at de har besluttet at undersøge, om der mellem foden og Egetæpper kan indskydes et holdingselskab, der vil indebære en forretningsmæssig smidig, fremtidssikret og vækstorienteret ny koncernstruktur, samtidig med at fordelene ved det langsigtede fondsejerskab bevares. Ændringen kræver myndighedsgodkendelser, men da konstruktionen er kendt fra flere børsnoterede koncerner, bør det være en formalitet. Vi anser ændringen for særdeles positiv også for mindretalsaktionærerne i Egetæpper.

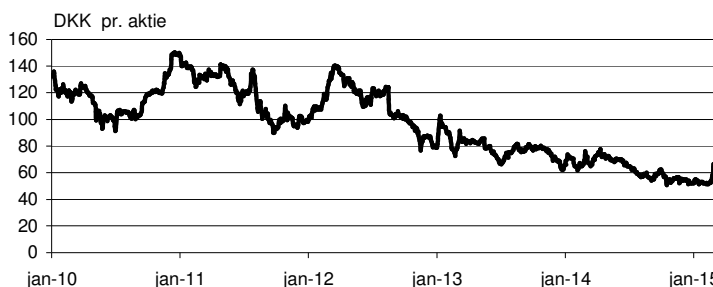
Investmentcase: Egetæpper fremstiller Contracttæpper (90% af omsætningen) i overensstemmelse med kundens specifikke ønske. Afsætningen sker primært til hoteller, restauranter, butikskæder, kontorer, skibe etc. Egetæpper har 3 produktionssteder (Herning, Gram og Litauen). Egetæpper er en meget stabil yield case, men har også betydelig vækst i indtjeningen i de kommende år, bl.a. som følge af købet af Hammer Tæpper. Egetæpper har så stærkt et Cash flow, at der kan returneres op til 10% af markedsværdien til aktionærerne årligt. Udbyttepolitikken begrænser dividend yield til 3-4%.

Det netop offentliggjorte 3. kvartalsregnskab for 2014/15 var sløjt og Egetæpper nedjusterede forventningerne til 2014/15. Selskabet forventer nu en omsætning på 850-875 mio. kr. mod

tidligere 900-950 mio. kr. Resultatet før skat nedjusteres fra 70-75 mio. kr. til nu 50-60 mio. kr. Svage markeder i Danmark, Sverige og Mellemøsten anføres som årsag til den lavere end forventede omsætning. Da Egetæpper er fortsat med at investere i uddannelse og udbygning af salgsstyrken med stigende omkostninger til følge, slår den manglende omsætning relativt hårdt igennem på indtjeningen. Den langsigtede case er dog kun marginalt svækket. Egetæpper vil få gavn af bedre europæiske konjunkturer, men det er meget vigtigt for investment casen, at Egetæpper får succes med flisetæppemarkedet, som er den del af tæppemarkedet med den største vækst. Cash flowet fortsætter med at være stærkt og dividendepolitikken tilsiger et fortsat attraktivt udbytte.

ØK/EAC/Santa Fe (forbrugsgoder)

Mio. kr.	2012	2013	2014	3. kvartal 2013	4. kvartal 2013	1. kvartal 2014	2. kvartal 2014	3. kvartal 2014	4. kvartal 2014
Omsætning	2.542	2.355	2.520	706	520	529	537	782	672
Vækst y/y	41,5%	-7,4%	7,0%	-9,0%	-13,9%	-6,9%	-4,3%	10,8%	29,2%
EBITA	94	59	71	52	-12	-12	2	41	-3
EBITA margin	3,7%	2,5%	2,8%	7,4%	-2,3%	-2,3%	0,4%	5,2%	-0,4%
Resultat før skat	41	-300	-278	-1	-210	-18	4	4	-269
EPS	n.m.	n.m.	n.m.						
Udbytte pr. aktie	n.m.	16,0	0,0						
Dividend yield	n.m.	20,6%	0,0%						
PE	n.m.	n.m.	n.m.						
EV/EBITA	30,5	20,6	11,2						
K/IV	n.m.	0,9	0,9						



De seneste års udvikling

Efter 20 års arbejde med at strømline ØK/EAC er flytteforretningen Santa Fe den eneste tilbageværende aktivitet af betydning. Santa Fe tilbyder traditionelle flytteydelser på tværs af alle kontinenter, men satser i stigende udstrækning på at øge salget af udstationeringsservice og aktivforvaltning i lejede pakhuse.

Ved opkøbet af Interdean samt WridgWays skabte Santa Fe sig i 2010-2011 en solid markedsposition i Asien, Europa og i Pacific regionen indenfor flytning og relaterede serviceydelser. Akkvisitionerne øgede omsætningen med 300% og Santa Fe ændrede sin forretningsmodel fra primært at være underleverandør til at have direkte kontakt med over 85% af slutkunderne.

Indtjeningen i Santa Fe har i de seneste år været presset af integrationsomkostninger og vigende markedsforhold. En ny ledelse med fokus på at løfte lønsomheden er tiltrådt primo 2015.

Investmentcase:

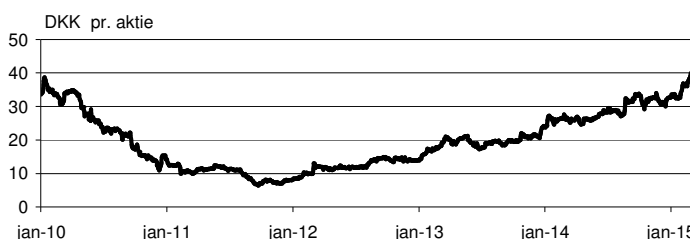
I løbet af 2015 skifter ØK/EAC navn til Santa Fe og selskabet vil fremstå som en rendyrket servicevirksomhed med en attraktiv forretningsmodel der kun kræver få vedligeholdelses investeringer. Selskabet er næsten gældfrit og bør derfor have mulighed for at udlodde hovedparten af overskuddet til aktionærerne.

Den ny ledelse i Santa Fe har tilkendegivet at selskabets på kort sigt primært fokuserer på at hæve lønsomheden men at selskabet på længere sigt har vækst på agendaen.

En relancering af Santa Fe-aktien med en klart formuleret strategi, finansielle målsætninger og en mere aktiv investor relations indsats kan være en katalysator for øget investor interesse. Det er en kombination af forbedret lønsomhed og øget investorinteresse der skal gøre ØK/EAC/Santa Fe aktien til en god investering.

Alm. Brand (finansiell virksomhed)

Mio. kr.	2012	2013	2014	3. kvartal 2013	4. kvartal 2013	1. kvartal 2014	2. kvartal 2014	3. kvartal 2014	4. kvartal 2014
Resultat før skat									
Skadesforsikring	853	763	651	266	125	132	212	132	175
Livsforsikring	90	86	78	22	15	23	27	23	5
Banken	-480	-444	-292	-88	-93	-63	-52	-63	-114
Andre aktiviteter	-52	-30	-56	-14	7	-19	-12	-19	-6
Alm. Brand i alt	411	375	381	186	54	73	175	73	60
EPS	1,7	1,1	2,1						
P/E	8,2	21,3	15,9						
K/IV	0,6	0,9	1,2						



De seneste års udvikling

Vi investerede i en turn-around case med forventning om at bank-delen gradvis ville være i stand til at reducere balancen og nedskrivningerne. Siden 2010 har banken mere end halveret sin udlånsportefølje og nedskrivningerne er kommet under kontrol. Samtidig er indtjeningen i specielt skadesforsikringsaktiviteterne forbedret markant drevet af effektiviseringer, omkostningsbesparelser, prisforhøjelser, aktiv risikostyring i forsikringsporteføljen og svagere konkurrence. Selv om konkurrencen er tiltagende, ser den gode lønsomhed i skadesforretningen ud til at være vedblivende.

Risikoen for negative overraskelser fra banken er reduceret i takt med, at Finanstilsynet har været på inspektion med hyppige mellemrum. På koncernbasis har Alm. Brand rapporteret overskud i de seneste 12 kvartaler. Kapitalforvaltnings- og værdipapirhandelsaktiviteterne bidrager væsentligt til bankens indtjening og med dette afsæt, vurderer vi at den fortsættende del af banken kan opnå en acceptabel egenkapitalforrentning på sigt. I løbet af 2014 er vi begyndt at kunne se konturerne af en overskudsgivende bank i 2016 eller 2017.

Investmentcase: Alm. Brand er en finansiell koncern med aktiviteter inden for skadesforsikring, livsforsikring og traditionel bankvirksomhed. Investeringsforeningen SmallCap Danmark påbegyndte sin investering i Alm. Brand i forbindelse med selskabets fortegningssemission i 2010. Både skadesforsikrings- og livsforsikringsaktiviteterne udviste på daværende tidspunkt god lønsomhed, men bankdelen var tyngt af store nedskrivninger, tynd kapitalisering og en meget problematisk udlånsportefølje.

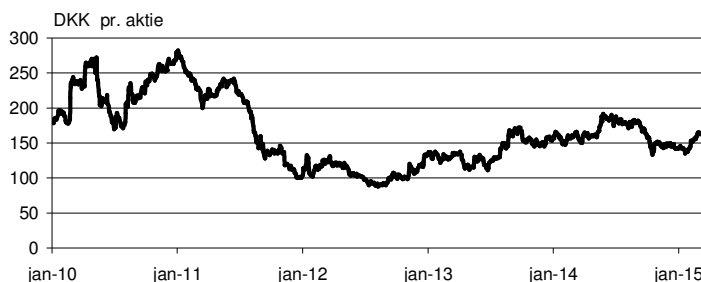
Siden vi startede vores investering i Alm. Brand er aktien steget omkring 200%, men vi mener der er yderligere potentiale i aktien. I de kommende kvartaler vil Alm. Brand være i en situation hvor koncernen efterlever sine kapitalmålsætninger og derved bliver der igen basis for udlodning til aktionærerne.

Vi vurderer at Alm. Brand aktien i kommende år vil ændre karakter fra at være en turn-around case til at være en dividend/case flow case. Dette burde i sig selv give anledning til en bedre

prisfastsættelse af aktien. Når banken ikke længere belaster Alm. Brand koncernen, er der basis for et direkte afkast i niveauet 8-10% om året, ved den nuværende indtjening og prisfastsættelse.

IC Group (forbrugsgoder)

Mio. kr.	2011/12	2012/13	2013/14	1. kvartal 2013/14	2. kvartal 2013/14	3. kvartal 2013/14	4. kvartal 2013/14	1. kvartal 2014/15	2. kvartal 2014/15
Omsætning	3.293	2.424	2.563	818	562	716	468	828	598
Vækst y/y	-16,1%	-26,4%	5,8%	n.m.	n.m.	7,3%	5,4%	1,2%	6,4%
EBIT	195	191	221	138	28	87	-32	141,3	20,4
EBIT margin	5,9%	7,9%	8,6%	16,9%	5,0%	12,2%	-6,9%	17,1%	3,4%
Resultat før skat	150	44	221	137	40	107	-63	142	8
EPS	5	0	10						
Udbytte pr. aktie	1,5	2,0	8,9						
Dividend yield	1,5%	1,6%	4,8%						
PE	18,8	n.m.	n.m.						
EV/EBITA	9,8	10,8	14,0						
K/IV	2,0	2,6	3,8						



De seneste års udvikling

IC Group har undergået markante forandringer i kølvandet på finanskrisen. De gamle brands Cottonfield, Jackpot, InWear, Matinique, Part Two og Soaked in Luxury er solgt fra. Forretningen er herefter fokuseret på de tre premium brands (Peak Performance, Tiger of Sweden og By Malene Birger). De tre brands har vist vækst under hele finanskrisen og indtjeningsmarginalerne har været nogenlunde men langt fra optimerede.

IC Group fik ny CEO i august 2013 – Mads Ryder. Han gennemførte salgene af InWear, Matinique, Part Two og Soaked in Luxury inden for sit første år i IC Group. For de tre premium brands er fokus på at ændre IC Group til at blive en performance-drevet forretning, der omfatter alle i gruppen inklusive designere. Det skal øge effektiviteten og dermed give bedre marginaler og et højere cash flow. Endvidere skal IC Companys investere i sine premium brands (f. eks. marketing, bl.a. flagship stores) for at fastholde fremgangen.

På trods af svære markedsbetingelser og gamle brands, der ikke performede, har IC Companys haft overskud under hele finanskrisen og skabt så stort et cash flow, at IC Companys nu er gældfri. Samtidig er der returneret 700 mio. kr. til aktionærerne. Aktien faldt med 9% i 2014, hvor der dog blev udbetalt i alt 8,9 kr i udbytte pr. aktie svarende til et direkte afkast på 5-6%.

Investmentcase: IC Group er en investering i en multibrand tøjvirksomhed med fokus på de tre premium brands Peak Performance, Tiger of Sweden og By Malene Birger. Herudover er der to små ikke-kerne brands tilbage i IC Group. Forretningsmodellen er relativt asset light og meget cash genererende.

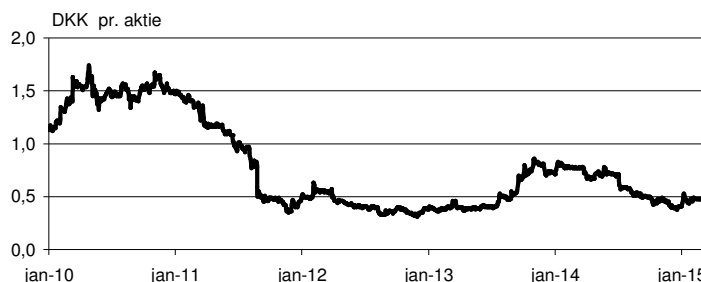
Premium vækstcasen bliver stadig mere synlig. I lokal valuta steg omsætningen med 7,5% i 1. halvår 2014/15. I 2. kvartal opgjort i lokal valuta voksede Peak 7%, Tiger med 14%, hvorimod BMB faldt 6% (periode forskydning ifølge IC). Bedre europæiske konjunkturer vil gavne omsætningen yderligere, så væksten i de kommende år bør komme pænt op over 5%.

IC Group vil i de kommende år koncentrere sig om at forbedre indtjeningsevnen i de tre premium brands, bl.a. ved at optimere en række interne processer (f. eks. indkøb), herunder samarbejde på tværs mellem brandene og vokse på nærmarkederne (Tyskland, UK og Frankrig). Det er ligeledes vigtigt at have fokus på at bevare eller hæve brandværdierne for at sikre den langsigtede

forretning. IC vil fortsat være meget cash genererende, som vil udgøre 8-9% af IC Groups nuværende markedsværdi. Det giver plads til fortsat stor returnering af cash til aktionærerne i form af udbytte eller evt. aktietilbagekøb.

Topsil (teknologi)

Mio. kr.	2011	2012	2013	2. kvartal 2013	3. kvartal 2013	4. kvartal 2013	1. kvartal 2014	2. kvartal 2014	3. kvartal 2014
Omsætning	367	290	312	87	79	75	73	65	66
Vækst y/y	-19,6%	-21,2%	7,8%	14,9%	26,8%	3,0%	3,8%	-25,2%	-17,1%
EBITA	6	-14	-6	5	-3	-6	-4	-13	-11
EBITA margin	1,6%	-4,8%	-2,1%	5,4%	-3,9%	-7,5%	-5,4%	-19,1%	-16,4%
Resultat før skat	-3	-18	-13	1	-2	-8	-5	-15	-14
EPS	-0,01	-0,05	-0,02						
Udbytte pr. aktie	0,0	0,0	0,0						
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%						
PE	n.m.	n.m.	n.m.						
EV/EBITA	n.m.	n.m.	n.m.						
K/IV	0,6	0,5	1,0						



De seneste års udvikling

Ved indgangen af 2014 så det ud til, at Topsil havde lagt de turbulente år 2011 og 2012 bag sig, da 2013 gik bedre end selskabet forventede i den oprindelige guidance. 2014 blev desværre endnu en stor skuffelse forårsaget af problemer med en thailandsk underleverandør, der havde ændret på proceduren ved produktion af en komponent uden accept af Topsil. Det resulterede i, at Topsil leverede fejlbehæftede produkter til en af sine allerstørste kunder. I løbet af året genoptog Topsil leverancerne til kunden, men der udestår fortsat krav fra kunden og Topsils krav mod leverandøren.

Nedjusteringen som følge af problemerne førte til et kraftigt fald i aktiekursen, der faldt med 42% i 2014. Hele den negative kursudvikling skete efter nedjusteringen den 3. juli. Ud over ovennævnte specifikke problemer er Topsils marked præget af overkapacitet og heraf følgende hård priskonkurrence, der svækker bruttomarginalen. Topsil har opnået bedre vilkår hos underleverandørerne, men indtil videre bruger Topsil de dyre råvarer (FIFO). Effekten af lavere råvarepriser vil først slå igennem i 2015.

De udefrakommende problemer overskyggede fuldstændig, at Topsil leverede på de indre linjer. Overflytningen til den nye fabrik blev fuldført i 2014, således at dobbeltomkostningerne ved to produktionssteder bortfalder fra 2015 og effektivitetsforbedringerne ved at producere det hele på den nye fabrik vil begynde at slå igennem. Den nye 200 mm Wafer er bl.a. blevet kvalitetstestet hos en stor japansk automotive kunde og vil kunne begynde at give kommerciel omsætning fra 2015. 200 mm waferen er en væsentlig vækstdriver på sigt. Endelig skiftede Topsil salgsdirektør for at kunne udbygge sin position i det mere konkurrencepræget marked, der dog fortsat har positive fremtidsudsigter.

Investmentcase: Topsil er en investering i en turn-around case. Topsil er eksponeret mod den globale trend om øget energieffektivitet inden for industrien (motorer, pumper, ventilatorer), højhastighedstog, elbiler og udbygning af energinfrastrukturen, herunder vindmøller. Topsil producerer og sælger (B2B) monokrystallinsk silicium af meget høj kvalitet til halvlederindustrien. Topsils silicium produceres efter to forskellige metoder, henholdsvis float zone (FZ) og czochralski (CZ) metoderne. Produkterne afsættes på et niche marked til producenter af kritiske høj- og mellemspændingskomponenter. Topsil er den eneste 100% dedikerede spiller inden for området.

Efter endnu et turbulent år i 2014 er der realistisk håb om, at Topsil endelig kan begynde på en positiv udvikling uden, at resultatet dog bliver imponerende i 2015. Markedsbetingelserne er fortsat udfordrende men en øget salgsindsats fra den nye salgsdirektør og nye produkter, bl.a. 200 mm Waferen og en opdateret version af 150 mm Waferen, vil give vækst i omsætningen. Indtjeningen bliver gavnet af lavere råvarepriser og øget produktionseffektivitet på den nye fabrik. Cash flowet bliver positivt således, at Topsil kan begynde at gnave af gælden. Hastigheden af turn-arounden er dog usikker og risikoen i aktien er fortsat høj. Men på nuværende tidspunkt virker afkast/risiko forholdet dog meget attraktivt.

PROFIL – Investeringsforeningen SmallCap Danmark

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

Vores målsætning er at opnå et attraktivt langsigtet afkast til medlemmerne. Vi tilstræber en risikoprofil på linje med small cap markedet generelt. Historisk set har small cap aktierne givet et højere langsigtet afkast end de store selskaber, men udsvingene har også været større undervejs.

Vores målrettede fokus på small cap segmentet giver os en konkurrencefordel i forhold til andre professionelle investorer. Vi udnytter således, at mange small cap selskaber er underanalyserede og kun har perifer opmærksomhed blandt børsmæglerne og blandt mange af de institutionelle investorer. Vores investeringsteam har stor erfaring i netop dette segment, hvilket udmønter sig i et højt kendskabsniveau og gode relationer til selskaberne.

Vi har valgt en forretningsmodel, hvor det eneste succeskriterium er at skabe det bedst mulige langsigtede afkast til medlemmerne. Hos os tilfalder skalafordele medlemmerne. Endvidere har vi fravalgt den traditionelle bankdistribution, hvor der betales beholdningsprovision, eftersom provisionen blot vil fragå medlemmernes afkast.

Bestyrelsen og den daglige ledelse har selv meget betydelige midler investeret i foreningen og i SmallCap Danmark A/S, som foreningen har kontor- og personale fællesskab med, og har derfor præcis de samme interesser som de øvrige medlemmer og aktionærer. Bestyrelsen har vedtaget et incitamentssystem for foreningens ledende medarbejdere. Med en treårig måleperiode belønnes langsigtet værdiskabelse. Bonussatsen er 20% af merafkastet i forhold til benchmark (OMXCXC20) forudsat, at afkastet overstiger 6% p.a.

Investeringsfilosofi

Vi investerer i enkeltelskaber og ikke i indeks, brancher eller markeder.

Vi arbejder med en portefølje på ca. 25 mindre og mellemstore selskaber.

Vi investerer i forandringsprocesser. Formålet med vores analyseindsats er at identificere forandringer i enten virksomheden, i virksomhedens markeder eller i investorernes opfattelse af selskabet og selskabets aktier.

Det er disse forandringer, som skaber værdiforøgelsen for medlemmerne.

Vi investerer i selskaber, hvor vi forstår forretningsgrundlaget. Vi investerer derfor sjældent i biotekselskaber eller andre virksomheder, der kræver en betydelig specialviden, som vi ikke råder over.

Vi foretrækker virksomheder med en enkel struktur, få produktområder og en stærk markedsposition på et nærmere defineret område, idet dette oftest leder til en mere fokuseret og målrettet virksomhed, som ifølge vores erfaring er den bedste forudsætning for succes.

Porteføljen er aktivt forvaltet, hvor de enkelte investeringer ofte indgår med en markant forskellig vægt i forhold til benchmark. Det indebærer, at afkastet i perioder kan afvige væsentligt fra markedsafkastet i såvel positiv som negativ retning.

Investeringsprocesser

Vi har en casebaseret investeringsproces. Vi påbegynder ikke en ny investering før vi har mødt ledelsen i det pågældende selskab.

Analyseprocessen er en traditionel fundamentalanalyse. Der er kun i begrænset omfang ekstern analytisk dækning af small cap aktier. Dette er både vores eksistensberettigelse og årsagen til, at vores egen analyseindsats prioriteres højt. Vi udarbejder således egne finansielle analyser og prognoser, hvilket er væsentligt for forståelsen af virksomheden, men også for at kvantificere værdiskabelsen.

Vi lægger i beslutningsprocessen vægt på at være tidligt inde i en investering. Dermed sikres, at vi kapitaliserer både på værdiskabelsen og den efterfølgende multiplikation som følge af, at interessen for aktien øges.

Vi er en aktiv investor, som konstruktivt – men kritisk – arbejder for, at selskaberne får værdierne afspejlet i deres aktiekurser. Særligt i de virksomheder, hvor foreningen er en betydende investor, tilstræber foreningen at holde en tæt dialog. I dialogen tilkendegiver vi vores synspunkter i relation til eksempelvis virksomhedernes strategi, kommunikation med aktiemarkedet, kapitalstruktur, udlodningspolitik, incitament aflønning, bestyrelsessammensætning mv. Som led i dialogen deltager foreningen aktivt på porteføljevirkomhedernes generalforsamlinger.

RISIKO OG STYRING

Som investor i en investeringsforening får man en løbende forvaltning af sin opsparing inden for et fastlagt markedssegment. I forvaltningen indgår en løbende monitorering og hensyntagen til de mange og forskelligartede risikofaktorer, der kan påvirke afkastet.

Afkastet kan variere betydeligt fra periode til periode, såvel absolut som relativt i forhold til aktiemarkedet generelt og i forhold til udviklingen inden for foreningens investeringsområde. Værdien af et investeringsbevis i foreningen kan derfor på et vilkårligt tidspunkt være højere, lavere eller det samme som værdien på investeringstidspunktet.

Aktieinvestering er langsigtet investering, hvorfor resultaterne skal bedømmes over en længere tidshorisont. Dette gælder i særlig grad for Investeringsforeningen SmallCap Danmark i kraft af foreningens fokuserede investeringskoncept og fokus på forholdsvis illikvide aktier.

Resultatet af forvaltningen af foreningens midler skal bedømmes mod udviklingen inden for foreningens investeringsområde. Som udtryk for udviklingen inden for foreningens investeringsområde (benchmark) har foreningen valgt OMXCXC20, der er et aktieindeks, der udtrykker kursudviklingen på alle aktier noteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S, der ikke er blandt de 20 mest handlede og således indgår i OMXC20 indekset.

Følgende faktorer kan efter foreningens ledelses opfattelse være af særlig betydning for udviklingen i værdien af foreningens investeringer og dermed den indre værdi af investeringsbeviser udstedt af foreningen: 1) Udsving på aktiemarkedene generelt, 2) Udsving i kurserne på small cap aktier, 3) Udsving i værdien af foreningens aktieportefølje, 4) Udsving i valutakurser, 5) Udsving i renter og 6) Kreditrisiko på foreningens likvider.

Udsving på aktiemarkedene generelt

Udsvingene på aktiemarkedene kan være betydelige. Overordnede udsving kan være en reaktion på makroøkonomiske forhold, internationale og nationale politiske forhold, lovgivnings- og reguleringsmæssige forhold, markedsmæssige forhold, branchemæssige forhold m.m. Der er tendens til, at udsvingene i aktiekurser korrelerer på tværs af segmenter, herunder brancher og markeder.

Udsving i kurserne på small cap aktier

Kursudviklingen på small cap aktier kan i perioder afvige betydeligt, i såvel positiv som negativ retning, fra den generelle udvikling på aktiemarkedet. Dette kan skyldes forskelle i likviditet og likviditetspræference, investorbevågenhed, hvilke investorer der er aktive i markedet såvel som den generelle markedsstemning.

Small cap segmentet omfatter både etablerede virksomheder og relativt unge og nystartede virksomheder. Som helhed opfattes small cap segmentet ofte som mere risikobetonet end aktiemarkedet generelt. Dette kan skyldes, at små og mellemstore virksomheder ofte er mere hjemmemarkedsorienterede, er mere nicheorienterede, har begrænsede finansielle og ledelsesmæssige ressourcer og, hvad angår relativt nystartede virksomheder, endnu har uprøvede produkter og/eller forretningsmodeller. Hertil kommer aktiemarkedsrelaterede forhold så som (periodevis) skift i likviditets- og investorpræference.

Der findes ikke standardiserede afledte finansielle instrumenter, som direkte afspejler markedsudviklingen inden for foreningens investeringsområde. For at sikre at foreningens ledelse til enhver tid har de fornødne instrumenter til bedst muligt at beskytte foreningens midler, har foreningen dog mulighed for i særlige situationer, når forholdene tilsiger det og ledelsen finder det hensigtsmæssigt, at anvende afledte finansielle instrumenter så som terminsforretninger, futures og optioner. Foreningen kan kun anvende afledte finansielle instrumenter til risikoafdækning.

Udsving i værdien af foreningens aktieportefølje

Foreningens investeringskoncept er caseorienteret og indebærer således en fokuseret portefølje af nøje udvalgte investeringer. Foreningens resultater er derfor i høj grad afhængige af, hvornår potentialet i enkeltinvesteringer materialiseres. Den fokuserede porteføljestrategi bevirker, at foreningens afkast i perioder kan afvige væsentligt (positivt såvel som negativt) fra den overordnede markedsudvikling, såvel som udviklingen i small cap segmentet.

Foreningen tilstræber en risikoprofil, der ikke afviger væsentligt fra aktiemarkedet som helhed. Foreningen søger at begrænse risikoen ved small cap investering og den fokuserede porteføljestrategi gennem et højt kendskabsniveau til de aktier, der indgår i porteføljen.

Den illikviditet, der kendetegner mange small cap aktier, betyder at foreningen kan have vanskeligt ved at realisere f.eks. fejlslagne investeringer.

Udsving i valutakurser

Foreningens investeringsunivers er small cap virksomheder i Skandinavien. Der investeres primært i børsnoterede danske virksomheder, sekundært i børsnoterede skandinaviske virksomheder med hovedvægt på Sverige.

Investering i udenlandske værdipapirer giver eksponering i fremmed valuta. Foreningen afdækker ikke udsving i valutakurser, og udsvingene kan derfor påvirke foreningens afkast. Da der primært investeres i danske aktier, og forholdet mellem DKK og valutaerne i de øvrige lande, der indgår i foreningens investeringsunivers, historisk har været relativt stabilt, vurderer foreningen, at foreningens valutakursrisiko er forholdsvis lav.

Udsving i renter

Foreningens likvide beholdninger varierer over tid. Likviderne kan udgøre op til 50% af foreningens formue, men udgør typisk 0-10% af formuen. Foreningens likvider placeres normalt på anfordringsvilkår, hvor renten er lav. Risikoen som følge af ændringer i renteniveauet er således efter ledelsens opfattelse lav.

Kreditrisiko på foreningens likvider

Foreningen har en politik for placering af selskabets likvider. Foreningen har foretaget en konkret vurdering af hvilke danske pengeinstitutter, der med lav tabsrisiko kan placeres likvider hos, og ud fra en konkret vurdering fastsat grænser for, hvor mange midler der kan placeres hos det enkelte institut.

Foreningens depotbank og pengeinstitut er Arbejdernes Landsbank. Foreningen vurderer, at risikoen ved indskud i Arbejdernes Landsbank er lav.

Virksomhedsledelse, risikostyring, rapportering og kontroller

De største kommercielle risici relaterer sig til udviklingen i foreningens aktieportefølje. Ledelsen overvåger og tilpasser løbende aktieporteføljen. Investeringsstrategien og enhver investeringsbeslutning er baseret på ledelsens forventninger til fremtiden, såvel overordnet som i forhold til en konkret investering. Foreningen søger at tilvejebringe så fyldestgørende et beslutningsgrundlag som muligt og herudfra realistisk og nøgternt at afveje risici og afkastmuligheder. Alle væsentlige aktieinvesteringer understøttes af detaljerede regnearksmodeller med estimater for den fremtidige indtjeningsudvikling og et investment summary, der opsummerer baggrunden for investeringen og forventningerne til den fremtidige udvikling.

Foreningens bestyrelse har fastsat risiko- og eksponeringsrammer for forvaltningen. Foreningens aktuelle eksponering i forhold til disse opgøres og kontrolleres dagligt.

Foreningen har implementeret forretningsgange og kontrolsystemer til minimering af risiko for fejl og besvigelser. Der arbejdes løbende på at udvikle og forbedre systemerne.

Hver morgen udarbejdes der en resultat- og porteføljeoversigt, der belyser udviklingen i foreningens resultater, samt opgør den aktuelle finansielle eksponering. Resultat- og porteføljeoversigten danner grundlag for den daglige opgørelse og indrapportering af indre værdi til NASDAQ OMX Copenhagen A/S, samt den løbende styring af foreningens portefølje. Foreningen anvender endvidere et realtidsopdateret resultat- og styringsværktøj, der viser udviklingen i resultatet og eksponeringen igennem dagen.

Ved udgangen af hver måned udarbejdes der et månedsregnskab, hvorved den daglige opgørelse af resultater valideres, og værdipapirdepoter og likvider kontrolleres og afstemmes. Månedsrapporteringen danner grundlag for foreningens delårsrapporter. Delårsrapporterne revideres ikke.

Månedsrapporten for december danner udgangspunkt for årsrapporten. Årsrapporten revideres af foreningens revisor.

Foreningens bogførings-, rapporterings-, styrings- og kontrolsystemer, består af en kombination af eksternt og internt udviklede systemer.

På IT-området lægges vægt på stor data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner med det mål at sikre at data, systemer og normal drift kan genetableres inden for kort tid i tilfælde af nedbrud.

Alle regnskaber m.m. udarbejdes internt af foreningens administration.

Foreningens ledelse vurderer ikke, der er væsentlige risici forbundet med måling og rapportering.

Foreningen er underlagt løbende kontrol fra Finanstilsynet og foreningens generalforsamlingsvalgte, lovpligtige, eksterne revision.

Samfundsansvar

Investeringsforeningen SmallCap Danmark har ikke en politik for samfundsansvar.

Generalforsamling

Foreningens ordinære generalforsamling afholdes den 20. april 2015 kl. 16.00 i:

Festsalen på Nationalmuseet
Ny Vestergade 10
DK-1220 København K

IR-POLITIK

Formål med IR-politikken

Investeringsforeningen SmallCap Danmark tilstræber at have tilfredse og velinformerede investorer.

Formålet med Investeringsforeningen SmallCap Danmarks IR-tiltag er at sikre, at nuværende og potentielle medlemmer samt øvrige relevante interessenter har lige adgang til fyldestgørende og pålidelig information om alle væsentlige og kurspåvirkende forhold samt at medvirke til, at priserne i markedet for foreningens investeringsbeviser afspejler investeringsbevisernes værdi.

IR-tiltag

Foreningen ønsker åbenhed og vil derfor løbende arbejde for, at informationsniveauet og kommunikationen med medlemmerne udbygges. Foreningen lægger vægt på at alle væsentlige oplysninger om foreningen offentliggøres rettidigt og på en systematisk og fyldestgørende måde.

Alle væsentlige og kurspåvirkende forhold offentliggøres uden forsinkelse via NASDAQ OMX Copenhagen A/S. Foreningen offentliggør delårsrapporter på kvartalsbasis.

Den indre værdi af foreningens investeringsbeviser offentliggøres tre gange dagligt (morgen, middag og sen eftermiddag) med henblik på at understøtte en effektiv prisdannelse på beviserne. Seneste offentliggjorte indre værdi er altid tilgængelig på NASDAQ OMX Copenhagen A/S's hjemmeside samt på foreningens egen hjemmeside.

Foreningen har etableret en marketmakerordning. Foreningens marketmaker stiller løbende købs- og salgspriser og medvirker til, at det under normale forhold er muligt at erhverve og afhænde beviser til priser tæt på indre værdi. Er der ikke bud / udbud eller tilstrækkelig dybde i markedet faciliterer foreningen handel via emission / indløsning.

Nye medlemmer af foreningen vil modtage en "velkomstpakke" med relevant information om foreningen.

Foreningens hjemmeside

Foreningens hjemmeside www.smallcap.dk er et vigtigt middel i foreningens kommunikation med medlemmer og andre interessenter. På hjemmesiden kan man blandt andet finde:

- Uddybende information om foreningens koncept og strategi
- Information om foreningens resultater (track record)
- Den seneste offentliggjorte information om foreningens portefølje
- Investmentcases på udvalgte kerneinvesteringer
- Seneste nyt om udvalgte kerneinvesteringer
- Alle årsrapporter og delårsrapporter
- Alle offentliggjorte børsmeddelelser
- Finanskalender med oplysning om datoer for offentliggørelse af kommende delårsrapporter
- Indre værdi, aktuelle bud-/udbudspriser og oplysning om kursudviklingen på foreningens beviser
- Oplysninger om foreningens bestyrelse, direktion og medarbejdere
- Hvordan man kommer i kontakt med foreningens ledelse og medarbejdere
- Mulighed for at bestille investormateriale og oplysning om, hvordan man ønsker at blive holdt løbende orienteret om udviklingen i foreningen

IR-kontakt

IR-relaterede spørgsmål besvares af direktør Christian Reinholdt på telefon 33 30 66 16.

Navnenotering foregår gennem medlemmernes eget kontoførende institut.

INCITAMENTPROGRAMMER

Bestyrelsen har vedtaget et incitamentssystem for foreningens ledende medarbejdere. Hensigten med systemet er at honorere relativ værdiskabelse, altså afkast udover udviklingen i small cap markedet generelt. Systemet arbejder med en bonussats på 20% af merafkastet og en treårig måleperioden således, at systemet i høj grad belønner langsigtet værdiskabelse. Dette er helt i tråd med den generelle udvikling i incitamentbaseret aflønning i den finansielle sektor.

Bonusordningen indeholder følgende hensættelses- og udbetalingskriterier:

Hensættelse

Foreningen hensætter løbende (dagligt) til fremtidige bonusforpligtelser. Hensættelsen indregnes i den daglige opgørelse af indre værdi. Der hensættes systematisk 20% af merafkastet i forhold til OMXCXC20. Det er en forudsætning, at der i kalenderåret er opnået et absolut afkast, der overstiger 6%.

Optjening / udbetaling

Når et regnskabsår er afsluttet, og årets resultat og afkast er endeligt opgjort, opgøres der en bonuspulje som summen af bonus efter nedenstående to kriterier. Bonuspuljen fordeles diskretionært mellem de af ordningen omfattede ansatte.

- 1 års kriterium. Der optjenes 6,66% (1/3 af 20%) af merafkastet ifht. OMXCXC20 i det netop afsluttede regnskabsår. Det er en forudsætning, at afkastet før bonus overstiger 6%.
- 3 års kriterium. Der optjenes 13,33% (2/3 af 20%) af det gennemsnitlige årlige merafkastet ifht. OMXCXC20 over de senest tre afsluttede regnskabsår. Det er en forudsætning, at det gennemsnitlige årlige afkast før bonus er over 6%.

Afkastet opgøres efter alle ordinære omkostninger og eventuel skat, men før eventuelle ekstraordinære indtægter og udgifter samt bonus.

Udbetaling af bonus finder sted, når foreningens medlemmer på den ordinære generalforsamling har godkendt årsrapporten.

Der er ikke hensat til bonus i 2013 og 2014, da kriterierne herfor ikke er opfyldt.

BESTYRELSENS OG LEDENDE MEDARBEJDERES EJERANDELE

Navn	Antal beviser d. 31.12.2014	Ændring siden d. 31.12.2013	Kursværdi, t.kr.	% af formue
Daglig ledelse				
Christian Reinholdt	578	-25	5.254	5,1%
Michael West Hybholt	200	-	1.818	1,7%
Steffen Schouw	35	-	318	0,3%
I alt	813	-25	7.390	7,1%
Bestyrelse				
Merete Jørgensen	0	-	0	0,0%
Per Søndergaard Pedersen	0	-	0	0,0%
Niels Roth	0	-	0	0,0%
I alt	0	-	0	0,0%
Samlet besiddelse	813	-25	7.390	7,1%

Ultimo 2014 ejede foreningens daglige ledelse og bestyrelse i alt 813 stk. beviser i foreningen mod 908 beviser ultimo 2013. Reduktionen kan dels henføres til Jens Erik Høst (-70 stk.) udtrædelse af foreningen og ikke længere hjemmeboende børn (-25 stk.).

Resultatopgørelse for 1. jan. - 31. dec.

	Note	2014 t.kr.	2013 t.kr.
Renter og udbytter			
Renteindtægter	3	4	4
Udbytter	4	2.969	1.281
I alt renter og udbytter		2.973	1.285
Kursgevinster og -tab			
Kapitalandele		-6.241	36.576
Handelsomkostninger		-140	-73
I alt kursgevinster og -tab	5	-6.381	36.503
I alt indtægter		-3.408	37.788
Administrationsomkostninger	6	-2.753	-2.799
Resultat før skat		-6.161	34.989
Skat	7	855	-55
Årets nettoresultat		-5.306	34.934
Formuebevægelser			
Til rådighed for udlodning	8	-19.394	-37.470
Foreslået udlodning		0	0
Overført til udlodning næste år		-19.394	-37.470
Udlodningsregulering		3.134	22.366
Overført til formuen		10.954	50.037
		-5.306	34.934

Balance pr. 31. december

Aktiver

	Note	2014 t.kr.	2013 t.kr.
Likvide midler			
Indestående i depotselskab		9.419	6.520
Indestående i andre pengeinstitutter		0	1
I alt likvide midler		9.419	6.521
Kapitalandele			
Noterede aktier fra danske selskaber		79.187	102.624
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		12.275	11.441
I alt kapitalandele	9	91.462	114.065
Andre aktiver			
Tilgodehavende renter, udbytter m.v.		87	5
I alt andre aktiver		87	5
Aktiver i alt		100.968	120.591

Passiver

Medlemmernes formue	10	99.450	119.576
Anden gæld			
Skyldige omkostninger		1.518	1.015
I alt anden gæld		1.518	1.015
Passiver i alt		100.968	120.591
Andre oplysninger	11		
Ledelseshverv	12		

Noteoversigt

1. Anvendt regnskabspraksis
2. Hoved- og nøgletal
3. Renteindtægter
4. Aktieudbytter
5. Kursgevinster og -tab
6. Administrationsomkostninger
7. Skat
8. Til rådighed for udlodning
9. Kapitalandele
10. Medlemmernes formue
11. Andre oplysninger
12. Ledelseshverv

Noter til årsrapport

Note 1. Anvendt regnskabspraksis

Generelt

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. samt yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede investeringsforeninger.

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste år.

Den væsentligste anvendte regnskabspraksis er følgende:

Årsrapporten er aflagt i 1.000 DKK.

Generelt om indregning og måling

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde foreningen, og aktivets værdi kan måles pålideligt. Forpligtelser indregnes i balancen, når de er sandsynlige og kan måles pålideligt. Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til kostpris. Efterfølgende måles aktiver og forpligtelser som beskrevet for hver regnskabspost. Visse finansielle aktiver og forpligtelser måles til amortiseret kostpris, hvorved der indregnes en konstant effektiv rente over løbetiden. Amortiseret kostpris opgøres som oprindelig kostpris med fradrag af eventuelle afdrag samt tillæg/fradrag af den akkumulerede amortisering af forskellen mellem kostpris og nominelt beløb. Ved indregning og måling tages hensyn til gevinster, tab og risici, der fremkommer, inden årsrapporten aflægges, og som be- eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen. Indtægter indregnes i resultatopgørelsen i takt med, at de indtjenes, herunder indregnes værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser, der måles til dagsværdi eller amortiseret kostpris. Endvidere indregnes omkostninger, der er afholdt for at opnå årets indtjening, herunder afskrivninger, nedskrivninger og hensatte forpligtelser samt tilbageførsler som følge af ændrede regnskabsmæssige skøn af beløb, der tidligere har været indregnet i resultatopgørelsen.

Renteindtægter

Renteindtægter omfatter renter af indestående i depotbanken samt andre bankrenter.

Aktieudbytter

Aktieudbytter omfatter årets indtjente udbytter.

Kapitalandele

Kursgevinster omfatter såvel realiserede som urealiserede gevinster og tab. De realiserede kursgevinster og tab opgøres som forskellen mellem salgsværdien og markedsværdien ved årets begyndelse eller anskaffelsesværdien ved erhvervelse i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og tab opgøres som forskellen mellem markedsværdien på balancedagen og markedsværdien ved årets begyndelse eller anskaffelsesværdien ved erhvervelse i regnskabsåret.

Administrationsomkostninger

Personaleomkostninger: Gager, bidrag til social sikring, feriepenge, bestyrelseshonorar og bonus til medarbejdere indregnes i det regnskabsår, hvor arbejdsydelsen er udført for foreningen. Herudover indregnes omkostninger såsom kurser, annoncering og øvrige omkostninger afholdt i forbindelse med det ansatte personale.

Andre omkostninger: Der indregnes her afskrivninger, husleje, it-omkostninger, omkostninger til børsnotering, advokat, revisor og lignende.

Foreningen har kontorfællesskab med SmallCap Danmark A/S. Fordeling af fællesomkostninger sker efter skønnet ressourceetæk.

Noter til årsrapport

Note 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

Skat

Skat omfatter den del af den i udlandet tilbageholdte udbytteskat, som ikke kan refunderes. Foreningen har i 2014 fået refunderet tidligere erlagt svensk udbytteskat.

Udlodning

Foreningen foretager årligt en udlodning, der opfylder kravene til minimumsudlodning i ligningslovens §16C. Foreningen selv betaler ikke skat. Skattepligten påhviler modtagerne af udlodningerne. "Til rådighed for udlodning" opgøres på grundlag af de i regnskabsåret: 1) Indtjente renter og udbytter samt vederlag for udlån af værdipapirer. Tilgodehavende udbytteskat indgår efter modtagelsen af udbytteskatten, 2) Realiserede nettokursgevinster og 3) Administrationsomkostninger.

Udlodningsprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udlodning i procent af den cirkulerende kapital på balancedagen. Den beregnede procent nedrundes i overensstemmelse med ligningslovens §16C til nærmeste 0,1 procent eller til nul.

Likvide midler

Likvide midler i fremmed valuta værdiansættes til noterede valutakurser på balancedagen.

Kapitalandele

Noterede aktier måles til dagsværdi. Dagsværdien fastsættes til lukkekursen på balancedagen, eller hvis en sådan ikke foreligger, til en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil. Noterede værdipapirer i fremmed valuta omregnes til noterede valutakurser på balancedagen. Unoterede aktier værdiansættes til markedsværdien. Køb og salg af værdipapirer registreres på handelsdagen.

Andre aktiver

Tilgodehavende renter, udbytter m.v. måles til dagsværdi og består af periodiserede renter på balancedagen samt udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen. "Mellemværende vedrørende handelsafvikling (tilgodehavende)" består af nettoværdien af provenuet fra salg og køb af aktiver samt fra indløsninger og emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning med poster under "Mellemværende vedrørende handelsafvikling (gæld)", hvor dette tillades efter gældende regler.

Medlemmernes formue

"Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser" består af den foreslåede udlodning pr. 31. december året før beregnet som udbytteprocenten ganget med cirkulerende kapital pr. 31. december året før. "Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning" består af forskellen mellem den efter generalforsamlingen udbetalte udlodning på grundlag af den på dette tidspunkt cirkulerende kapital og udlodningen beregnet pr. 31. december året før. "Informations- og markedsføringsomkostninger" samt "Tegningsprovision" består af den del af "Emissionstillæg og indløsningsfradrag", som er anvendt til disse udgifter.

Årets resultat/årets udlodning

Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og udlodningen tillægges/fradrages formuen. "Overført til udlodning næste år" består af restbeløbet efter nedrunding af "Til rådighed for udlodning".

Noter til årsrapport

Note 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission og indløsning. Ved emission beregnes udlodningsreguleringen som en andel af det beløb, der er til rådighed for udlodning på emissionsdagen. Andelen beregnes som emissionens nominelle værdi i forhold til den cirkulerende kapital. En del af det, ved emissionen indbetalte beløb, anvendes således til udbetaling af udlodning. Ved indløsning foretages beregning, som på tilsvarende vis nedbringer udbetalingen af udlodning. "Overført fra sidste år" består af nedrundingen af udlodningsbeløbet fra sidste år.

Gæld

Forpligtelser måles til amortiseret kostpris, medmindre andet er specificeret. "Mellemværende vedrørende handelsafvikling (gæld)" består af nettoværdien af provenuet fra salg og køb af aktiver samt fra indløsninger og emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen.

Væsentlige aftaler

Aftaler om depotbankfunktion

Foreningen har en depotselskabsaftale med Arbejdernes Landsbank A/S. Depotbanken opbevarer finansielle instrumenter og likvide midler for foreningen i henhold til lov om finansiell virksomhed § 106 samt Finanstilsynets bestemmelser.

Nøgletalsberegninger

Nøgletal er opgjort i overensstemmelse med retningslinjer fra Finanstilsynet og Investeringsfondsbranchen.

Noter til årsrapport

Note 2. Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletalsoversigt på side 2.

Note 3. Renteindtægter

Rente af indestående i depotselskab

I alt renteindtægter

2014	2013
t.kr.	t.kr.
4	4
4	4

Note 4. Aktieudbytter

Udbytter fra danske selskaber

Udbytter fra udenlandske selskaber

I alt udbytter

2.721	994
248	287
2.969	1.281

Note 5. Kursgevinster og -tab

Realiserede kursgevinster/tab danske aktier

Realiserede kursgevinster/tab udenlandske aktier

Urealiserede kursgevinster/tab danske aktier

Urealiserede kursgevinster/tab udenlandske aktier

I alt kapitalandele

7.383	8.201
457	200
-10.035	27.848
-4.046	327
-6.241	36.576
140	74
20	76
160	150

Handelsomkost. vedr. omlægninger, ført i resultatopgørelsen

Handelsomkost. vedr. indløsning og emission, ført over formuen

I alt handelsomkostninger

Foreningen har ikke i 2014 eller tidligere år anvendt afledte finansielle instrumenter.

Note 6. Administrationsomkostninger

Posten kan i hovedposter specificeres således:

Honorar til bestyrelse

Løn til direktion

Løn til andre ansatte

Revisionshonorar til revisorer

Andre honorarer til revisorer

Husleje m.v.

Kontorhold m.v.

IT omkostninger m.v.

Markedsføringsomkostninger

Gebyrer til depotselskab

Øvrige omkostninger

I alt administrationsomkostninger

100	125
650	704
543	583
156	127
0	0
96	119
45	42
140	100
1	7
109	94
913	898
2.753	2.799

Noter til årsrapport

Note 6. Administrationsomkostninger (fortsat)

Lønninger, inkl. honorar til bestyrelse, kan opdeles således:

	2014 t.kr.	2013 t.kr.
Løn m.m.	1.113	1.231
Pension	55	46
Lønsumsafgift og socialt sikring	125	137
Andre personaleomkostninger	35	65
	1.328	1.479

Antal ansatte i gennemsnit

1	1
---	---

Bonus:

Foreningen har med dets direktør samt andre ledende medarbejdere indgået bonusaftaler.

Der er i 2013 og 2014 ikke hensat til resultatafhængig bonus.

Foreningens incitamentsprogram er nærmere beskrevet på side 22.

Note 7. Skat

Ikke refunderbar skat af renter og udbytter

-855	55
------	----

Note 8. Til rådighed for udlodning

Renteindtægter	4	4
Udbytter efter skat	3.737	1.226
Realiserede kursgevinster	13.954	949
	17.695	2.179
Administrationsomkostninger	-2.753	-2.799
Udlodningsregulering	3.134	22.366
Overført udlodning fra sidste år	-37.470	-59.216
Til rådighed for udlodning	-19.394	-37.470

Beløbet for 2014 overføres til udlodningspuljen for 2015.

Beløbet for 2013 blev overført til udlodningspuljen for 2014.

Noter til årsrapport

Note 9. Kapitalandele

Beholdningslister ultimo 2013 og 2014 kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Beholdningen består alene af børsnoterede danske og svenske aktier.

Foreningen har hverken i 2013 eller 2014 anvendt afledte finansielle instrumenter.

Værdipapirbeholdningen fordeler sig således på brancher:

	2014	2013
Forbrugsgoder	38,6%	30,6%
Industri	23,3%	33,6%
Finans	11,4%	12,2%
Materialer	8,7%	8,9%
Informationsteknologi	5,8%	8,1%
Sundhedspleje	10,8%	6,6%
Forbrugsservice	1,4%	0,0%
Værdipapirer i alt	100,0%	100,0%

Geografisk fordeling

	2014	2013
Danmark	88,9%	94,8%
Sverige	11,1%	5,2%
Norge	0,0%	0,0%
Finland	0,0%	0,0%
Værdipapirer i alt	100,0%	100,0%

	2014 t.kr.	2013 t.kr.	2014 andel, pct.	2013 andel, pct.
Aktivfordeling				
Børsnoterede finansielle instrumenter	91.462	114.065	90,7%	94,6%
Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked	0	0	0,0%	0,0%
Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked	0	0	0,0%	0,0%
Øvrige finansielle instrumenter	9.419	6.520	9,3%	5,4%

Note 10. Medlemmernes formue

	2014 andele, stk.	2013 andele, stk.	2014 t.kr.	2013 t.kr.
Saldo primo	12.484	19.834	119.576	139.450
Emissioner i året	0	0	0	0
Indløsninger i året	-1.546	-7.350	-14.948	-55.279
Emmisionstillæg	0	0	0	0
Indløsningsfradrag	0	0	148	547
Handelsomkostninger	0	0	-20	-76
Udlodningsreguleringer i årets løb	0	0	3.134	22.366
Årets udlodninger	0	0	0	0
Overført til udlodning næste år	0	0	-19.394	-37.468
Overført fra resultatopgørelsen	0	0	10.954	50.036
Medlemmernes formue pr. 31. dec.	10.938	12.484	99.450	119.576

Note 11. Andre oplysninger

Foreningen har herudover ikke påtaget sig eventualforpligtelser eller finansielle forpligtelser udover hvad der er oplyst i nærværende regnskab.

Noter til årsrapport

Note 12. Ledelseshverv, direktion og bestyrelse

Direktion

Christian Reinholdt

Direktør siden d. 23. december 2005.

Bestyrelse

Niels Roth, formand

Direktør

Medlem af bestyrelsen siden d. 23. december 2005.

Medlem af bestyrelsen i:

Friheden Invest A/S, formand

Fast Ejendom Danmark A/S, formand

SmallCap Danmark A/S, formand

TK Development A/S, formand

Arvid Nilssons Fond

Kirk Kapital

Realdania

Zira Invest II ApS, direktør

Zira Invest III ApS, direktør

Merete Jørgensen

Direktør

Medlem af bestyrelsen siden d. 20. april 2012.

Medlem af bestyrelsen i:

Aktieselskabet af 1/2 1972

Charlottehaven A/S

Eksuda A/S

Harald Simonsens Ejendoms kontor Aps

Skjøtt & Co A/S

SmallCap Danmark A/S

THE CHARLOTTE BERGSOE SIMONSEN AND FINN HARALD SIMONSEN FOUNDATION

Scandiagade 19-21 ApS, direktør

H.S. Kryolitentreprise A/S, direktør

Harald Simonsens Ejendoms kontor Aps, direktør

Per Søndergaard Pedersen

Direktør

Medlem af bestyrelsen siden d. 23. december 2005.

Medlem af bestyrelsen i:

AG I A/S, formand

Arne Andersen A/S, formand

Athene Group A/S, formand

Bjørk & Maigård Holding ApS, formand
 Conscensia A/S, formand
 Conscensia Holding A/S, formand
 Dansk Boligstål A/S, formand
 EIPE Holding A/S, formand
 GLC Management Invest ApS, formand
 Global Car Leasing A/S, formand
 Global Car Splitleasing A/S, formand
 Ib Andersen A/S, formand
 Ib Andersen A/S Øst, formand
 Ib Andersen Ventilation A/S, formand
 J.A. Plastindustri A/S, formand
 K/S Waren, formand
 Lindgaard A/S – Rådgivende Ingeniører F.R.I., formand
 Nowaco A/S, formand
 P.J. Skovværktøj ApS, formand
 Restaurant Fusion A/S, formand
 Tech-Tool A/S
 Remergy A/S (næstformand)
 Systemteknik A/S (næstformand)
 A.A. Frederikshavn A/S
 Arkitekterne Bjørk & Maigård ApS
 Arne Andersen, Vrå A/S, byggegrunde
 Discovery A/S
 Ejendomsmægleraktieselskabet Thorkild Kristensen
 Ejendomsmægleraktieselskabet Thorkild Kristensen Bolig
 Ejendomsmægleraktieselskabet Thorkild Kristensen, Blokhus
 Ejendomsmægleraktieselskabet Thorkild Kristensen Erhverv
 Exclusive Travel Collection ApS
 Hjallerup Maskinforretning A/S
 Homekit A/S
 JA Plastindustri Holding A/S
 K/S Danske Dagligvarebutikker
 Peacock A/S
 PL Holding Aalborg A/S
 P L Invest, Aalborg ApS
 SmallCap Danmark A/S
 ST Holding Aalborg A/S
 Tech2Tech ApS
 TK Development A/S
 Tom Anton Andersen Reklamebureau A/S
 Tom Anton Holding A/S
 Ungbo Danmark A/S
 Ungbo Danmark, Aalborg A/S
 Ungbo Danmark, Holding A/S
 Ungbo Danmark, København A/S
 Ungbo Danmark, Odense A/S
 Ungbo Danmark, Projekt A/S
 Ungbo Danmark Randers A/S
 Wahlberg VVS A/S
 A.S.P. Ejendom ApS, direktør
 J.A. Plastindustri Holding A/S, direktør
 PSP Holding ApS, direktør
 PSPSH Holding ApS, direktør

LEDELSENS PÅTEGNING

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og vedtaget årsrapporten for 2014 for Investeringsforeningen SmallCap Danmark omfattende ledelsespåtegning, ledelsesberetning, resultatopgørelse, balance, anvendt regnskabspraksis og noter.

1. Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lovgivningens krav og eventuelle krav i vedtægter eller aftale,
2. årsregnskabet giver et retvisende billede af den danske UCITS', og afdelingens aktiver og passiver og finansielle stilling samt resultatet og
3. ledelsesberetningen indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i den danske UCITS' og dennes afdelings aktiviteter og økonomiske forhold og en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som den danske UCITS, henholdsvis afdelingerne kan påvirkes af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 17. marts 2015

Direktion

Christian Reinholdt

Bestyrelse

Niels Roth, formand

Merete Jørgensen

Per Søndergaard Pedersen

DEN UAFHÆNGIGE REVISORS PÅTEGNINGER

Til medlemmerne i Investeringsforeningen SmallCap Danmark

Påtegning på regnskabet

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen SmallCap Danmark for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014, omfattende resultatopgørelse, balance og noter. Årsregnskabet for afdelingen aflægges efter lov om investeringsforeninger.

Ledelsens ansvar

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af et årsregnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser nødvendig for at udarbejde årsregnskab uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Revisors ansvar og den udførte revision

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskabet på grundlag af vores revision. Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision og yderligere krav ifølge dansk revisorlovgivning. Dette kræver, at vi overholder etiske krav samt planlægger og udfører revisionen for at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskabet er uden væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter udførelse af revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskabet. De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurdering af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, der er relevant for foreningens udarbejdelse af årsregnskabet, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, om ledelsens regnskabsmæssige skøn er rimelige samt den samlede præsentation af årsregnskabet.

Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af foreningens aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger.

Udtalelse om ledelsesberetningen

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger gennemlæst foreningens ledelsesberetning. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den udførte revision af årsregnskabet. Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i foreningens ledelsesberetning er i overensstemmelse med årsregnskabet.

Frederiksberg, den 17. marts 2015

Ernst & Young

Godkendt Revisionspartnerselskab

Lars Rhod Søndergaard
Statsautoriseret revisor

Ove Svejstrup
Statsautoriseret revisor

BØRSMEDDELELSER, 2014

01.2014 Fejl i indre værdi
02.2014 Hovedtal 2013
03.2014 Ændret finanskalender
04.2014 Årsrapport 2013
05.2014 Prospekt og Central Investor information
06.2014 Indkaldelse til ordinær generalforsamling
07.2014 Delårsrapport 1. kvartal 2014
08.2014 Forløb af ordinær generalforsamling
09.2014 Delårsrapport 1. halvår 2014
10.2014 Delårsrapport 1-3. kvartal 2014
11.2014 Finanskalender 2015

FORENINGSOPLYSNINGER

Investeringsforeningen SmallCap Danmark
Dr. Tværgade 41, 1. -2
DK - 1302 København K
Telefon 33 30 66 02
Telefax 33 30 66 14

www.smallcap.dk
if@smallcap.dk

CVR-nr. 29218153
FT. Nr. 11161
Hjemstedskommune: København
9. regnskabsår

Bankforbindelse og depotbank

A/S Arbejdernes Landsbank
Vesterbrogade 5
DK - 1502 København V

Fører af foreningens medlemsregister

Computershare A/S
Kongevejen 418
DK - 2840 Holte

Revisor

Ernst & Young Godkendt Revisionspartnerselskab
Osvald Helmuths Vej 4
DK – 2000 Frederiksberg