

INVESTORORIENTERING 2014

*Orientering om resultatudviklingen i 2014
Foreningens årsrapport findes på www.smallcap.dk*



Investeringsforeningen
SmallCap Danmark

HOVED- OG NØGLETALSOVERSIGT

	2010	2011	2012	2013	2014
Resultatopgørelse (t.kr.)					
Renter og udbytter	3.042	6.762	4.468	1.285	2.973
Kursgevinster og kurstab	28.716	-54.200	5.962	36.503	-6.381
Administrationsomkostninger	-3.894	-2.428	-2.597	-2.799	-2.753
- Heraf ord. driftsomkostninger	-3.160	-2.768	-2.847	-2.799	-2.753
- Heraf bonus	-734	340	249	0	0
Resultat før skat	27.864	-49.866	7.833	34.989	-6.161
Skat	-65	-91	-64	-55	855
Nettoresultat	27.799	-49.957	7.769	34.934	-5.306
Balance (t.kr.)					
Likvider	9.036	9.277	9.925	6.521	9.419
Kapitalandele	181.596	133.508	130.123	114.065	91.462
Andre aktiver	0	160	6	5	87
Aktiver i alt	190.632	142.945	140.055	120.591	100.968
Medlemmernes formue	182.745	138.889	139.450	119.576	99.450
Anden gæld	7.887	4.056	604	1.015	1.518
Passiver i alt	190.632	142.945	140.055	120.591	100.968
Nøgletal					
Afkast	18,6%	-27,1%	5,5%	36,2%	-5,1%
Ændring i OMXCXC20	16,7%	-25,8%	14,1%	45,5%	4,1%
Resultat pr. andel, kr.	1.404	-2.470	384	2.599	-441
Omkostningsprocent, ordinære omkst. excl. bonus	1,95%	1,69%	1,97%	2,58%	2,25%
Omkostningsprocent, ordinære omkst. incl. bonus	2,40%	1,48%	1,79%	2,58%	2,25%
Udbytte pr. andel, kr.	0	0	0	0	0
Indre værdi pr. andel, kr. ultimo	9.147	6.665	7.031	9.578	9.092
Børskurs pr. andel, kr. ultimo	9.200	6.540	6.825	9.357	8.950
Cirkulerende andele, stk. ultimo	19.979	20.839	19.834	12.484	10.938

Kilde: Egne beregninger og Factset



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 OMXCXC20-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.

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.

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.

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. Sanktionerne 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.

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

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, stigende råvarepriser og svigtende vækst i Europa forårsagede væsentlige udsving i aktiekurserne henover året, men et flertal af aktiemarkedene 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 væsentlig 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 sanktioner 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 handels-

sanktioner 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 øgede 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 underperformat 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 outperformat 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

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

europæiske opsving endnu engang lod vente på sig, ligesom kraftigt faldende råvarepriser påvirkede de olie- og råvarerelaterede aktier negativt.

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.

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.

Sigtelse for kursmanipulation

Investeringsforeningen SmallCap Danmark blev i februar 2012 af Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet (SØIK) sigtet for kursmanipulation. Mynighederne 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.

Bestyrelsens og ledende medarbejders ejerandel

Ved udgangen af 2014 ejede medlemmer af bestyrelsen, ledende medarbejdere tilsammen 7,1% af den noterede formue.

Bestyrelsen og ledelsens beholdning af beviser pr. 31. december 2014

	Antal beviser, stk.	Ændring siden 31.12.13	Kursværdi, t.kr.	% af kapital
Investeringsteam	813	-25	7.390	7,1%
Bestyrelse	0	-	0	0,0%
I alt	813	-25	7.390	7,1%

Begivenheder efter regnskabsperiodens udløb

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

Afkast i sammenlignelige investeringsforeninger	2010	2011	2012	2013	2014	36 mdr. p.a.	60 mrd. 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

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 estimater 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 estimaterne.

Den europæiske økonomi bør blive begunstiget af de lave olie-, fødevarer- 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 vækstfremgangen.

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

Ledelsespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og vedtaget årsrapporten for 2014 for Investeringsforeningen Small-Cap 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 for bestyrelsen



Per Søndergaard Pedersen

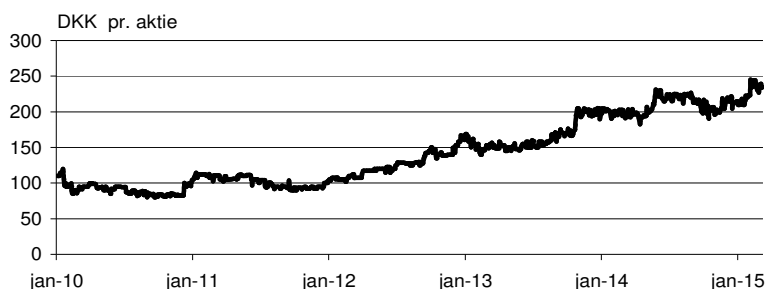


Merete Jørgensen

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 Tæpper 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.

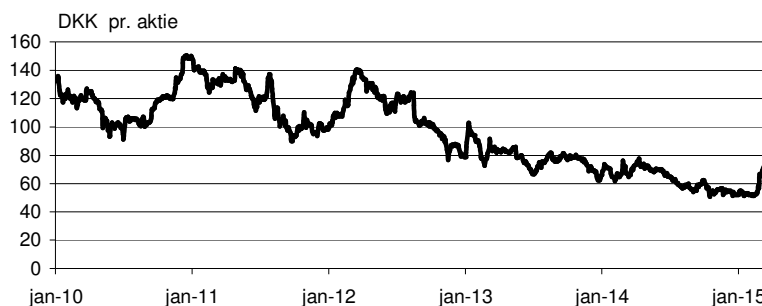
I januar 2015 meddelte bestyrelserne i Egetæpper og selskabets hovedaktionær Mads EG Damgaards Familiefond (38,7% af aktierne og 71,3% af stemmerne), at de har besluttet at undersøge, om der mellem foden og Egetæpper kan indskydes et holdingselskab, der vil indebære en forretningsmæssig smidig, fremtidssikret 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 Mellemosten anføres som årsag til den lavere end forventede omsætning. Da Egetæpper er fortsat med at investere i uddannelse og udbygning af salgstyrken 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 flytteydelse 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. Akquisitionerne 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.

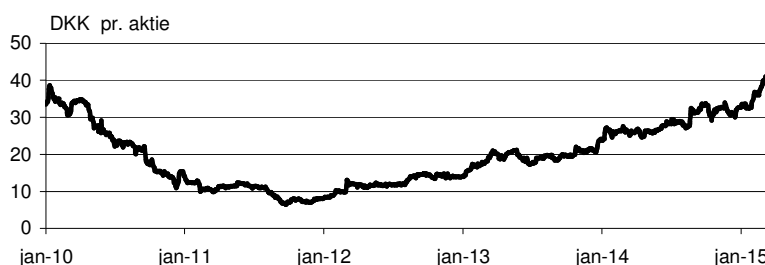
Investmentcase: I løbet af 2015 skifter ØK/EAC navn til Santa Fe og selskabet vil fremstå som en rendyrket servicevirksomhed med en attraktiv forretningsmodel, der kun kræver få vedligeholdelses investeringer. Selskabet er næsten gældfrit, og bør derfor have mulighed for at udlodde hovedparten af overskuddet 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 investorinteresse. Det er en kombination af forbedret lønsomhed og øget investorinteresse, der skal gøre ØK/EAC/Santa Fe aktien til en god investering.

Alm. Brand (finansiel 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.

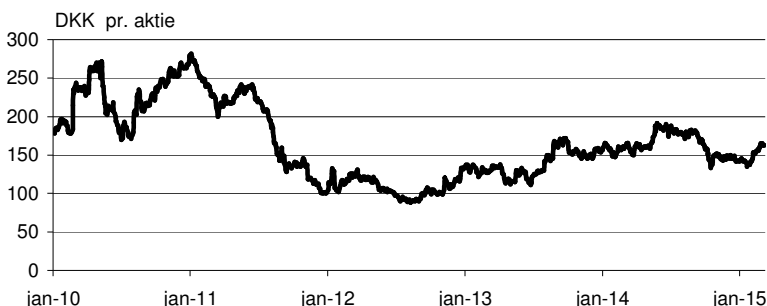
Investmentcase: Alm. Brand er en finansiel koncern med aktiviteter inden for skadesforsikring, livsforsikring og traditionel bankvirksomhed. Investeringsforeningen SmallCap Danmark påbegyndte sin investering i Alm. Brand i forbindelse med selskabets fortegningsmission i 2010. Både skadesforsikrings- 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	2. kvartal	3. kvartal	4. kvartal	1. kvartal	2. kvartal
				2013/14	2013/14	2013/14	2013/14	2014/15	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 performancedrevet 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%.

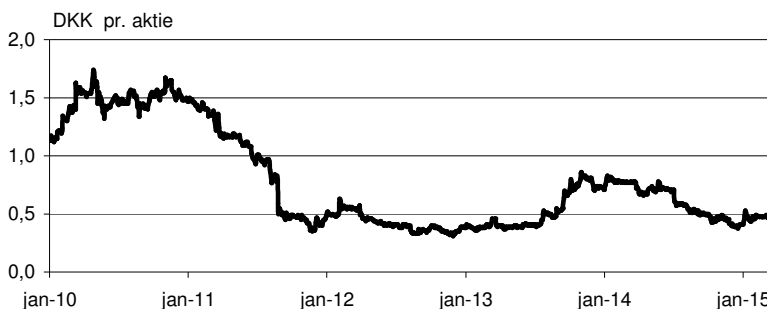
Investmentcase: IC Group er en investering i en multibrand tøjvirksomhed med fokus på de tre premium brands Peak Performance, Tiger of Sweden og By Malene Birger. Herudover er der to små ikke kerne brands tilbage i IC Group. Forretningsmodellen er relativt asset light og meget cash genererende.

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 indtjeningsniveauet 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 nærmærkederne (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 fra 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 energiinfrastrukturen, 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.



SmallCap Danmark teamet: Steffen Schouw, Merethe S. White, Michael West Hybholt, Christian Reinholdt

PROFIL

INVESTERINGSFORENINGEN SMALLCAP DANMARK

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

Vores målsætningen 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 skalafordelen 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. Bonusatsen er 20% af merafkastet i forhold til benchmark (OMXCXC20) forudsat, at afkastet overstiger 6% p.a.

Investeringsfilosofi

Vi investerer i enkeltstående selskaber 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 multipelelektions ekspansion 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, udlokningspolitik, incitament aflønning, bestyrelsessammensætning mv. Som led i dialogen deltager foreningen aktivt på porteføljevirkomhedernes generalforsamlinger.