

INVESTORORIENTERING SmallCap Danmark A/S 2009

Orientering om resultatudviklingen i 2009

Selskabets årsrapport findes på hjemmesiden: www.smallcap.dk



SmallCap Danmark

HOVED- OG NØGLETALSOVERSIGT

	01/04/00	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Resultatopgørelse, DKKm											
Finansresultat		32,4	-16,7	11,7	47,5	116,5	181,6	222,5	20,9	-245,8	151,3
Administrationsomkostninger		-2,8	-5,0	-5,7	-8,6	-16,2	-13,3	-17,5	-7,0	-5,6	-22,1
- heraf ord. driftsomkostninger		-2,8	-5,0	-5,7	-8,6	-8,8	-7,9	-7,6	-7,3	-5,9	-7,3
- heraf resultatafhængig bonus		0,0	0,0	0,0	0,0	-6,5	-5,4	-9,9	0,3	0,3	-14,8
Resultat før skat		29,6	-21,7	6,0	39,0	100,3	168,3	205,0	13,9	-251,4	129,2
Nettoresultat		26,4	-18,5	6,0	29,4	75,4	124,3	192,5	35,3	-217,9	129,7
Balance, DKKm											
Aktiver		217,5	149,8	149,8	187,0	290,8	437,8	602,1	580,7	310,1	478,5
Egenkapital	179,0	205,3	142,1	148,1	177,2	258,6	372,9	552,7	538,9	287,1	394,2
Afkast, %											
Forrentning af primo egenkapital, før skat		16,5%	-10,6%	4,2%	26,3%	56,6%	60,2%	55,0%	2,5%	-46,7%	45,0%
Forrentning af primo egenkapital, efter skat		14,8%	-9,0%	4,2%	19,8%	42,6%	44,4%	51,6%	6,4%	-40,5%	45,2%
Stigning i OMXC		2,8%	-14,4%	-21,4%	30,0%	21,6%	39,6%	15,2%	5,5%	-49,0%	32,1%
Stigning i OMXC20		7,5%	-13,7%	-26,3%	22,5%	17,3%	37,3%	12,2%	5,1%	-46,6%	35,9%
Stigning i KFMX		-2,4%	-16,5%	-5,9%	50,8%	40,9%	52,4%	43,0%	-2,9%	-60,8%	24,4%
Merafkast ifht. KFMX, før skat		19,0%	6,0%	10,1%	-24,4%	15,7%	7,8%	12,0%	5,4%	14,2%	20,6%
Merafkast ifht. KFMX, efter skat		17,2%	7,5%	10,1%	-30,9%	1,6%	-8,0%	8,7%	9,3%	20,4%	20,8%
Konsistens, før skat ¹⁾		7	6	6	4	8	7	8	6	9	8
Konsistens, efter skat ²⁾		7	7	6	2	7	4	5	7	10	6
Nøgletal											
Resultat pr. aktie, fuldt udvandet, kr.		4,98	-3,75	1,23	6,06	14,27	21,96	33,37	6,09	-41,25	25,46
Effektiv skattesats, %		10,8%	14,7%	0,0%	24,6%	24,8%	26,1%	6,1%	-153,1%	13,3%	-0,4%
Indre værdi pr. aktie, fuldt udvandet, kr.	33,81	38,79	29,40	30,64	35,69	48,19	68,08	98,62	100,73	55,90	79,55
Børskurs ultimo pr. aktie, kr.	33,33	38,33	29,33	30,50	35,51	47,75	67,29	99,00	95,00	53,50	74,50
Dividende pr. aktie, kr.		5,67	0,00	1,00	2,00	2,50	3,00	4,00	4,00	2,50	3,50
Dividend yield, %		14,62%	0,00%	3,26%	5,60%	5,19%	4,41%	4,03%	3,95%	4,47%	4,40%
Cirkulerende antal aktier ultimo (1.000 stk.)		5.294	4.833	4.835	4.964	5.366	5.477	5.572	5.323	5.137	4.955
Omkostningsprocent, excl. bonus		1,43%	3,13%	3,80%	5,56%	4,23%	2,44%	1,67%	1,23%	1,49%	2,26%
Omkostningsprocent, incl. bonus		1,43%	3,13%	3,80%	5,56%	7,82%	4,13%	3,86%	1,18%	1,41%	6,88%

¹⁾ Antal måneder med EKF før skat er større end stigning i KFMX

²⁾ Antal måneder med EKF efter skat er større end stigning i KFMX

Kære aktionær

Med et afkast på 45% kom SmallCap Danmark A/S stærkt tilbage i 2009 efter det historisk dårlige aktieår i 2008. Markederne vendte, da det stod klart, at det var lykkedes for myndighederne med deres penge- og finanspolitiske tiltag at forhindre en nedsmeltning af de finansielle markeder.

Som det fremgik af mit aktionærbrev for 2008 mente vi, at mange sunde og veldrevne virksomheder kunne erhverves til særdeles fordelagtige priser, når markederne vendte. Vores resultat i 2009 blev skabt ved, at vi meget tidligt i opturen massivt øgede eksponeringen i aktier og netop satsede på denne type virksomheder. SmallCap Danmark A/S formåede at slå sit benchmark – KFMX indekset – med 20,6% i 2009.

I april 2010 er det 10 år siden SmallCap Danmark A/S startede sine aktiviteter. Målet var at blive Danmarks førende forvalter af small cap aktier, hvilket er lykkedes, idet vi over 10 års periode har leveret et gennemsnitligt årligt afkast på 15,9%, trods det meget negative aktieår i 2008. Dette er bedre end nogen dansk investeringsforening med fokus på danske aktier. Den bedste danske investeringsforening gav i denne periode et afkast på 11,0% p.a.

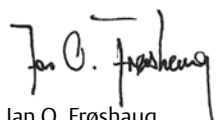
I sammenligning med samtlige danske aktiebaserede investeringsforeninger, ligger SmallCap Danmark A/S også helt i top, kun slået af en enkelt, der investerer i Latinamerikanske aktier.

Med et gennemsnitligt årligt afkast på 15,9% placerer SmallCap Danmark A/S sig på niveau med de bedste internationale aktiebaserede fonde. Sammenlignet med vores benchmark - KFMX indekset – udgør det gennemsnitlige årlige merafst 10,4%.

Det er værd at notere, at investeringsteamet har leveret et bedre investeringsafkast end KFMX indeksets udvikling hvert eneste år, bortset fra 2003.

En så stærk og konsistent performance over en 10-årig periode - både absolut og i alle relevante sammenligninger - understreger langtidsholdbarheden af SmallCap Danmark A/S's investeringskoncept og investeringsteamets evne til at vælge de rigtige aktier. Jeg vil tro, at De er enig med mig i denne betragtning. Jeg takker for Deres tillid til os, og håber, at De også fremover vil være aktionær i vores selskab.

København d. 22. marts 2010



Jan O. Frøshaug
Formand for bestyrelsen



"I sammenligning med samtlige danske aktiebaserede investeringsforeninger, ligger SmallCap Danmark A/S også helt i top"

MERAFKAST PÅ 20,6% I 2009

Det højeste merafkast i 10 år

2009 blev et godt år for selskabet. Dels fordi udviklingen på børserne igen blev positiv efter det kraftige fald året før, dels og ikke mindst fordi aktierne i de virksomheder, som selskabet har investeret i, udviklede sig langt bedre end markedet generelt. Årets resultat før skat blev på 129,2 mio. kr. mod et underskud på 251,4 mio. kr. i kriseåret 2008. Resultatet forrentede egenkapitalen med 45%, et afkast som skal sammenholdes med en stigning i selskabets benchmark – KFMX indekset – på 24,4%.

Merafkastet i forhold til KFMX på 20,6% før skat var det højeste i selskabets 10-årige historie. Et merafkast af denne størrelse er ekstraordinært og kan ikke forventes gentaget. Baggrunden for resultatet var, at vi meget tidligt i opturen massivt øgede eksponeringen i aktier ved at gå fra en likviditetsandel på omkring 40% indtil 9. marts til at være fuldt investeret fra midten af april. Vi udnyttede de ovennævnte unikke positive forudsætninger til at gøre ekstraordinært gode investeringer til meget lave priser. Vi har endvidere deltaget i en række emissioner, herunder stillet garantier i udvalgte emissioner som f.eks. H+H, hvilket ligeledes har bidraget til resultatet.

Årets resultat før skat er sammensat af finansielle indtægter på 151,3 mio. kr. og ordinære driftsomkostninger før bonus på 7,3 mio. kr. (2008: 5,9 mio. kr.) og hensat afkastrelateret bonus på 14,8 mio. kr. (2008: 0 kr.). Stigningen i de ordinære driftsomkostninger kan dels tilskrives en udvidelse af investeringsteamet, dels at selskabet, som har kontorfællesskab med Investeringsforeningen Smallcap Danmark, som følge af de indgåede aftaler om fordelingen af de fælles omkostninger har båret en større del af fællesomkostningerne end året før. Dette,

Forventninger til 2010

Vi forventer at opnå et bedre investeringsresultat end aktiemarkedet generelt i 2010, men at resultatet vil blive mere afdæmpet end i 2009.

Vi bygger dette på en forventning om, at aktiemarkedet vil fortsætte den positive trend fra 2009, dog med væsentlige mere moderate stigninger og med større volatilitet. Vores positive holdning til aktiemarkedet er baseret på en forventning om, at nationaløkonomierne vil opleve moderat vækst i 2010, at mange virksomheder vil kunne udnytte væksten fra et meget effektivt tilpasset omkostningsniveau og derfor vil realisere stigende overskud, samt at risikopræmien i aktiemarkedet vil falde og drive prisen på aktier opad.

kombineret med et gennemsnitligt lavere kapitalgrundlag medførte at omkostningsprocenten før hensat bonus blev på 2,3% mod 1,4% i 2008.

Bonuspuljen på 14,8 mio. kr. afspejler det ekstraordinære merafkast. I henhold til selskabets bonusordning udgør bonus 20% af merafkastet i forhold til benchmark (KFMX). Af bonuspuljen er 2,3 mio. kr. udbetalt i 2009. Restbeløbet er fremført.

Selskabsskatten for 2009 udgjorde en indtægt på 0,5 mio. kr. og årets nettoresultat 129,7 mio. kr. Når selskabsskatten udgør en indtægt skyldes det, at overgangen til et nyt beskatningssystem fra 2010 helt ekstraordinært har medført, at urealiserede avancer pr. 31. december 2009 var skattefrie.

Ved udgangen af 2009 havde selskabet udnyttede skattefradrag på 129,5 mio. kr., der kan modregnes i fremtidige indtægter. Skatteværdien heraf på 32,4 mio. kr. indgår i selskabets balance og i den indre værdi med 6,5 kr. pr. aktie.

De skattemæssige vilkår for investeringsselskaber som SmallCap Danmark A/S blev ændret ganske væsentligt i 2009. Fra 1. januar 2010 er treårsreglen afskaffet og lagerbeskatning indført. Det indebærer, at selskabet fremover er skattepligtigt af alle avancer uanset alder og uanset om de er realiserede eller ej. Til gengæld er der skattefrihed for avancer på aktier i selskaber, hvor ejerandelen er på over 10%. Pr. 31. december 2009 udgjorde sådanne aktieposter 26% af Smallcap Danmark A/S's egenkapital. Vi vil fremover have særlig fokus på at finde attraktive investeringer i selskaber, hvor det er muligt at opnå en 10% ejerandel.

Afkast og renter	2006	2007	2008	2009 1/1-9/3	2009 9/3-31/12	2009 1/1-31/12	36 mdr. p.a.	60 mdr. p.a.	Levetid (117 mdr.)
SmallCap Danmark A/S (EKF. før skat)	55,0%	2,5%	-46,7%	-11,0%	62,9%	45,0%	-7,4%	15,2%	15,9%
SmallCap Danmark A/S (EKF. efter skat)	51,6%	6,4%	-40,5%	-10,0%	61,4%	45,2%	-2,7%	15,6%	14,5%
KFMX	43,0%	-2,9%	-60,8%	-15,2%	46,6%	24,4%	-22,1%	0,6%	5,5%
OMXC20	12,2%	5,1%	-46,6%	-13,5%	57,1%	35,9%	-8,6%	3,3%	1,5%
OMXC	15,2%	5,5%	-49,0%	-15,0%	55,4%	32,1%	-10,7%	2,7%	2,3%
DAX	19,1%	19,2%	-42,4%	-23,6%	55,1%	18,5%	-6,6%	3,7%	-4,9%
S&P 500	13,6%	3,5%	-38,5%	-25,1%	64,8%	23,5%	-7,7%	-1,7%	-3,0%
Russel 2000	17,0%	-2,7%	-34,8%	-31,3%	82,2%	25,2%	-7,4%	-0,8%	1,5%
Nikkei 225	6,9%	-11,1%	-42,1%	-20,0%	48,8%	19,0%	-15,1%	-1,7%	-6,5%
MSCI World	18,0%	7,1%	-42,1%	-25,2%	69,7%	27,0%	-2,4%	2,4%	-2,1%
Rente på 10 årige statsobligationer	31/12/05	31/12/06	31/12/07	01/01/09	09/03/09	01/01/09	31/12/06	31/12/04	01/04/00
Danmark	3,3%	3,9%	4,4%	3,4%	3,3%	3,4%	3,9%	3,8%	5,6%
Tyskland	3,3%	4,0%	4,3%	2,9%	2,9%	2,9%	4,0%	3,7%	5,2%
USA	4,4%	4,7%	4,0%	2,2%	2,9%	2,2%	4,7%	4,2%	6,0%

Kilde: Egne beregninger og FactSet

Vi styrkede vores investeringsteam i 4. kvartal 2009 med ansættelsen af Michael West Hybholt, og råder nu over Danmarks bedste analyseressourcer inden for small cap segmentet. Vi står således bedre rustet end nogensinde til at udnytte mulighederne for at foretage attraktive investeringer i udvalgte selskaber i dette segment.

Kraftig modreaktion i 2009

Aktiemarkederne har været inde i en meget positiv udvikling siden bunden den 9. marts 2009. Kursstigningerne er sket under forholdsvis lav volumen. Siden 9. marts er MSCI World indekset steget med 70%, OMXC20 indekset med 57% og KFMX indekset med 47%. For 2009 som helhed var stigningerne på henholdsvis 27%, 36% og 24%.

Starten på året var meget vanskelig med en fortsættelse af den negative udvikling fra 2008. Indtil 9. marts var MSCI World faldet med yderligere 25% (2008: -42%). Faldene i de danske indeks var lidt lavere omkring 15%. Efter 9. marts bredte der sig den opfattelse, at myndighederne i de førende økonomier havde haft held til at redde den finansielle sektor fra total nedsmeltning, således at en global depression kunne undgås.

Stemningsskiftet fik aktiemarkederne til at se igennem de uundgåeligt dårlige resultater for 2009 og fokusere på de langsigtede indtjeningsmuligheder, som ikke var afspejlet i aktiekurserne ved opturens begyndelse. Troen på et attraktivt langsigtet indtjeningspotentiale blev i høj grad understøttet af virksomhedernes hurtige og markante omkostningstilpasninger og effektiviseringer. Samtidig valgte en række virksomheder at styrke egenkapitalen ved udstedelse af nye aktier.

”2009 var fundamentalanalysens år og på mange måder endnu et ekstraordinært aktieår ligesom 2008”

Hermed bragte mange virksomhederne sig i en særdeles gunstig udgangsposition til kunne drage betydelig fordel af et kommende opsving.

Året 2009 var fundamentalanalysens år og på mange måder endnu et ekstraordinært aktieår ligesom 2008, blot på den positive måde. De investorer, der var i stand til at analysere sig frem til et realistisk langsigtet potentiale i virksomhederne og turde prisfaste aktierne herefter, kunne foretage særdeles lukrative investeringer. Det var således muligt at drage stor fordel af, at mange aktier i 2008 var blevet solgt uden hensyn til de underliggende værdier i selskaberne.

Selskab	Afkast 1/1-9/3	Afkast 9/3-31/12	Afkast 2009	Res. 2009 DKKm	Outperf. bidrag	Ultimo vægt
IC Companys	29%	229%	326%	16,9	6,9%	5,8%
Søndagsavisen	-30%	146%	73%	17,0	4,8%	12,5%
BoConcept Holding B	-42%	154%	46%	16,6	4,0%	11,1%
Greentech Energy Systems	-33%	54%	3%	16,3	3,6%	20,6%
FLSmidth & Co.	-36%	214%	103%	9,5	2,6%	2,3%
Egetæpper B	-18%	57%	30%	11,2	1,7%	10,8%
Rias B	0%	63%	63%	5,7	1,5%	4,0%
Solar B	-23%	126%	74%	6,2	1,5%	2,1%
Topsil Semiconductor Materials	-17%	74%	44%	4,2	1,4%	3,6%
Brdr. Hartmann	-10%	57%	41%	4,0	0,8%	4,9%
I alt	-	-	-	107,5	28,8%	77,7%
KFMX	-15%	47%	24%	-	-	-



Højt afkast på sunde og veldrevne virksomheder

De 10 bedste investeringer: De 10 aktier, der har bidraget mest til porteføljens outperformance fremgår af tabellen på forrige side (side 5). De 10 aktier har i alt bidraget med knap 29% point af SmallCap Danmark A/S's outperformance på 28% (før omkostninger og hensat bonus). Bidraget fra hver enkelt aktie er en kombination af aktiens afkast men også af den vægt (hvor stor en investering), som den er indgået med i porteføljen.

IC Companys har givet det største bidrag på 6,9% på trods af en relativ lille investering. Det er således det høje afkast på aktien, der har gjort IC Companys til vores bedste investering i 2009. Greentechs bidrag på 3,6% skyldes derimod primært den meget høje vægt, som aktien efterhånden fik i porteføljen via massive opkøb efter 1. kvartal. Vi har både købt og solgt i en række af papirerne i løbet af året, herunder nedbragt eller solgt stærkt performende aktier, hvis vi har vurderet, at de var blevet fuldt prisfastsatte.

10% posterne blandt de 10 bedste investeringer: SmallCap Danmark A/S's tre 10% poster – BoConcept, Egetæpper og Rias – var alle blandt de 10 bedste investeringer i 2009, jf. tabellen. De nye skatteregler fra 2010 medfører, at afkastet af 10% poster er skattefrit. Fremover er det afgørende for det samlede resultat efter skat, at 10% posterne giver et godt afkast. De tre aktier havde samlet et afkast på 44,9% i 2009, svarende til en indtjening på 33,5 mio. kr. Den samlede porteføljevægt var 25,9% ultimo 2009.

De dårligste investeringer: Blandt de dårligste investeringer i 2009 var Biotech selskaberne – Bavarian Nordic, NeuroSearch og Genmab – der alle gav et negativ afkast. Da SmallCap Danmark A/S kun havde mindre positioner i de pågældende aktier, har skaderne været begrænsede med et samlet negativ bidrag på 1,4 % point. Thrane og Thrane var også en dårlig investering i 2009 med et negativ bidrag på 1,3%. En relativt dårlig performance er imidlertid ikke i sig selv nok til, at vi sælger de pågældende aktier. Hvis vi vurderer, at investmentcasen fortsat er interessant, men at købstidspunktet måske har været forkert, forbliver aktien i porteføljen.

Væsentlige nye positioner: Ud over Greentech har SmallCap Danmark A/S opbygget positioner i Søndagsavisen (porteføljevægt ultimo på 12,5%), H+H (porteføljevægt ultimo på 5%) i forbindelse med emissionen i december, samt Harboes Bryggerier og Topsil (porteføljevægt ultimo året på 4,0% henholdsvis 3,6%), se investment cases side 10-11.

Sammenligning med investeringsforeninger

SmallCap Danmarks A/S afkast i 2009 ligger nogenlunde i midten i sammenligning med de fleste peers blandt investeringsforeningerne. I sammenligningen skal man være opmærksom på, at de tre øverste investeringsforeninger har fokus på small cap aktier. De øvrige har et bredere koncept, hvor de tunge C20 aktier vægter tungest i porteføljerne. I 2009 gav C20 aktierne et afkast på 36% sammenlignet med et afkast på 24% i small cap aktierne (KFMX).

Akkumuleret afkast	2005	2006	2007	2008	2009	36 mdr.	60 mdr.	Levetid (117 mdr.)
SmallCap Danmark A/S (EKF. før skat)	65,1%	55,0%	2,5%	-46,7%	45,0%	-20,7%	96,7%	323,0%
SmallCap Danmark A/S (EKF. efter skat)	48,1%	51,6%	6,4%	-40,4%	45,2%	-8,0%	101,6%	274,3%
Investeringsforeningen SmallCap Danmark	-	-	-2,0%	-56,0%	52,9%	-34,0%	-	-
Danske Invest Engros Small Cap	54,1%	41,9%	-0,1%	-47,3%	30,2%	-31,4%	50,1%	74,8%
Dexia Invest Small Cap	46,6%	43,2%	-3,6%	-53,5%	45,3%	-34,8%	36,8%	117,6%
Alfred Berg Danmark	43,9%	27,6%	-7,0%	-46,5%	38,8%	-30,9%	27,0%	67,1%
Bankinvest Danmark	71,9%	40,9%	-11,4%	-54,9%	52,8%	-38,9%	48,0%	-
Carnegie WW/Danske aktier	52,7%	28,7%	5,5%	-45,4%	54,0%	-11,3%	74,2%	63,3%
Danske Invest Danmark	47,1%	26,8%	4,5%	-49,1%	43,6%	-23,7%	42,5%	67,1%
LD-Invest Danmark	-	35,1%	4,0%	-47,6%	47,4%	-19,7%	-	-
Nykredit Invest Danske Aktier	53,3%	25,3%	1,4%	-46,2%	43,6%	-21,6%	50,6%	-
SEB Invest Danmark	55,4%	39,4%	4,6%	-48,7%	51,7%	-18,5%	76,5%	170,6%

FORVENTNINGER TIL 2010

Vi forventer at opnå et bedre investeringsresultat end aktiemarkedet generelt i 2010, men at resultatet vil blive mere afdæmpet end i 2009.

Vi bygger dette på en forventning om, at aktiemarkedet vil fortsætte den positive trend fra 2009, dog med væsentligt mere moderate stigninger og med større volatilitet.

Der er realistisk forhåbning om, at økonomierne igen er på vej mod vækst. Der er efterhånden en overvægt af positive økonomiske nøgletal, især fra USA. Samtidig bliver vækstprognoserne stadig mere positive for USA og for Europa. Vi tror, at udsigten til selv en moderat vækst i 2010 vil være tilstrækkelig til, at aktiemarkederne kan fortsætte den positive udvikling.

Det er også værd at huske, at de store kursfald har bragt aktiekurserne så langt ned, at der fortsat typisk er 40-50% op til de tidligere topniveauer, selv om markederne generelt er steget med 50-70% siden bunden den 9. marts. For danske small cap aktier er der langt over 100% op til den tidligere top. Det er dog næppe realistisk, at de tidligere topniveauer vil kunne nås inden for de nærmeste år.

Selskaberne vil kunne vise betydelig indtjeningsvækst i 2010 sammenlignet med 2009. Indtjeningsvæksten vil primært være drevet af den positive effekt af de markante omkostningsprogrammer og effektiviseringer, som virksomhederne meget hurtigt iværksatte under nedturen. Hertil kommer, at stigende omsætning vil slå meget kraftigt igennem på bundlinjen, da vi forventer, at omkostningerne vil kunne holdes i ro i en længere periode. Markedet har indstillet sig på, at sammenligningen fremover sker fra bunden i 2009 og ikke med toppen i 2007. Hermed bliver sammenligningstallene overkommelige.

Vi forventer et fortsat fald i risikopræmien (afkastkravet til aktier fratrukket den 10 årige statsobligationsrente). Siden aktiemarkederne bundede den 9. marts 2009 er risikopræmien kommet kraftigt ned fra 9% til 5%. På nuværende tidspunkt mener vi, at aktiekurserne afspejler et forholdsvis konservativt syn på virk-

somhedernes langsigtede indtjeningspotentiale, og at aktierne er prisfastsat med en risikopræmie, der er lidt højere end den langsigtede risikopræmie på ca. 4,75%. I et traditionelt konjunkturforløb vil risikopræmierne imidlertid fortsætte med at falde med 1-2% point, hvilket isoleret vil kunne løfte aktiekurserne med 10-20%. Yderligere tilførsel af likviditet til aktiemarkederne er en væsentlig faktor i denne sammenhæng. Det er vores vurdering, at dette vil ske, da ikke alle investorer har nået at opbygge den ønskede vægt i aktier.

Ovenstående scenario er det mest sandsynlige efter vores vurdering. Vi må dog erkende, at en mere negativ udvikling ikke kan udelukkes, og at et sådant scenario skal tilskrives en ikke ubetydelig sandsynlighed. Frygten er, at prisen for de store økonomiske indgreb, der markant har øget den i forvejen høje gældsætning i de vestlige økonomier, bliver meget høj i form af stigende renter og stigende inflation, der på lang sigt vil lægge en effektiv bremse på den økonomiske vækst. Myndighederne kommer til at balancere på en knivsæg. En for tidlig stramning vil ødelægge det spæde økonomiske opsving og kan i værste fald ende i en japansk situation med lavvækst i mange år og med vedvarende frygt for deflation. En for sen stramning risikerer at skabe inflation og lægge kimen til en ny boble.

Vi tror small cap aktier vil outperforme i 2010. Danske small cap aktier blev ekstraordinært hårdt ramt under aktienedturen. Således underperformede small cap aktierne de store likvide aktier 8 kvartaler i træk fra og med 3. kvartal 2007 til og med 2. kvartal 2009. Herefter har de danske small cap aktier udviklet sig som de store likvide C20 aktier. Siden 1. juli 2007 er den samlede underperformance på knap 30%. Small cap aktierne handler fortsat med en betydelig small cap discount på 13% på P/E multiplen på den forventede indtjening fra 2010. I de forudgående 5 år var der ingen small cap discount. Da small cap selskaberne endvidere typisk er mere omstillingsparate og bedre til at udnytte nye muligheder end de store selskaber, er der pæn sandsynlighed for, at small cap selskaberne vil få en særlig gunstig kursudvikling i et stigende aktiemarked.

Small cap discount	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e
P/E (median) large cap	23,5	17,0	16,9	13,8	15,5	17,5	22,5	17,6	8,5	17,0	14,9
P/E (median) small cap	10,8	8,8	10,4	12,8	14,0	16,6	18,2	14,9	6,1	16,7	13,0
Small cap discount	54%	48%	38%	7%	10%	5%	19%	16%	28%	2%	13%

Kilde: FactSet

10 ÅRS TRACK RECORD

10 års track record viser styrken af investeringskonceptet

I april 2010 er det 10 år siden, at SmallCap Danmark A/S startede sine aktiviteter. I levetiden frem til ultimo 2009 leverede SmallCap Danmark A/S et samlet afkast på 323% (årligt gennemsnitligt afkast på 15,9%) sammenlignet med en samlet stigning i C20 indekset på 15% (årligt gennemsnitlige stigning på 1,5%) og en samlet stigning i KFMX indekset på 68% (gennemsnitlig årlig stigning på 5,5%).

Hermed toppe SmallCap Danmark A/S i sammenligning med samtlige danske aktiebaserede investeringsforeninger, bortset fra en enkelt, der investerer i Latinamerikanske aktier. Det højeste afkast blandt investeringsforeninger, der udelukkende investerer i danske aktier, var i perioden på 11,0% p.a. SmallCap Danmark A/S's absolutte afkast på 15,9% p.a. er ligeledes på niveau med de bedste internationale aktiebaserede fondes langsigtede afkast. I forhold til benchmark - KFMX indekset - udgør

merafkastet i levetiden 10,4% p.a. Det er værd at notere, at dette merafkast er skabt ved, at investeringsteamet har skabt et bedre investeringsafkast end udviklingen i KFMX indekset hvert eneste år, bortset fra 2003.

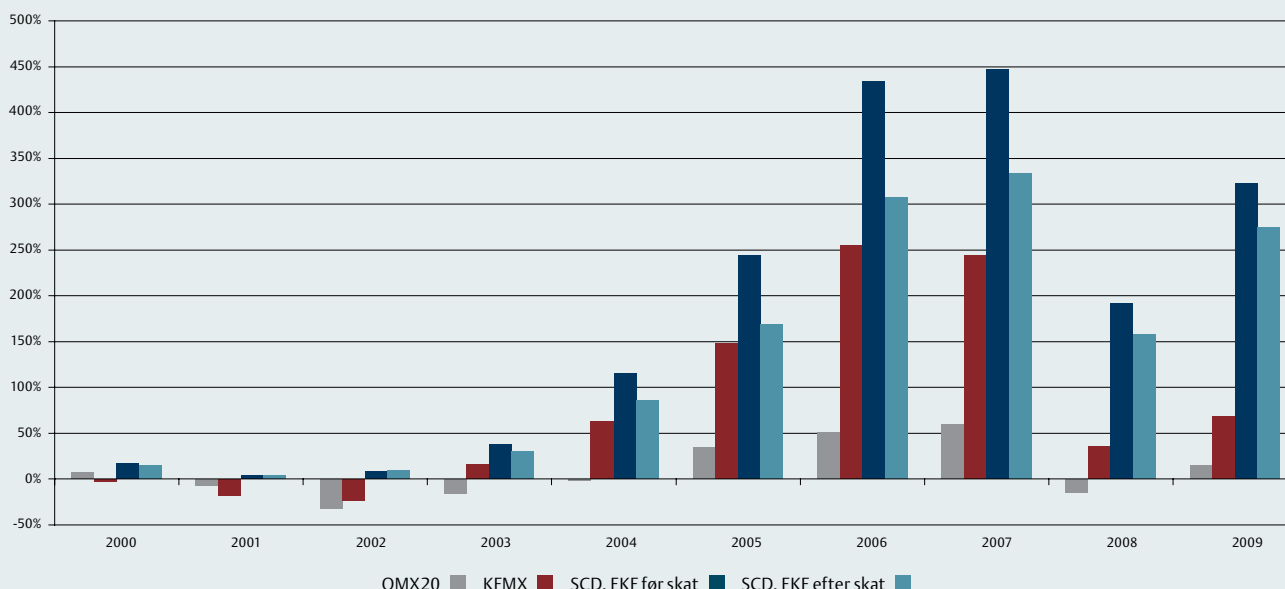
SmallCap Danmark A/S's stærke performance over levetiden er skabt af investeringsteamets evne til at vælge de rigtige aktier samtidig med, at small cap aktierne har klaret sig væsentligt bedre end de store likvide aktier. Vi mener, at de opnåede resultater i selskabets første 10 års levetid dokumenterer langtidsholdbarheden af vores investeringskoncept.

Over hele SmallCap Danmark A/S's levetid har small cap aktier givet væsentligt bedre afkast end de store likvide aktier, trods small cap aktiernes markante underperformance under nedturen i 2008. Small cap aktierne, udtrykt ved KFMX indekset, har således givet et afkast på 68%, hvilket er mere end 4 gange højere end for de aktier, der indgår i OMXC20 indekset, der har givet et afkast på 15%.

	2000 ¹⁾	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	AKK	GNS P.A.
EFK, før skat	16,5%	-10,6%	4,2%	26,3%	56,6%	60,2%	55,0%	2,5%	-46,7%	45,0%	323,0%	15,9%
EFK, efter skat	14,8%	-9,0%	4,2%	19,8%	42,6%	44,4%	51,6%	6,4%	-40,5%	45,2%	274,3%	14,5%
Stigning i OMXC20	7,5%	-13,7%	-26,3%	22,5%	17,3%	37,3%	12,2%	5,1%	-46,6%	35,9%	15,3%	1,5%
Stigning i KFMX	-2,4%	-16,5%	-5,9%	50,8%	40,9%	52,4%	43,0%	-2,9%	-60,8%	24,4%	67,8%	5,5%
Egenkapital, DKKm	205,3	142,1	148,1	177,2	258,6	372,9	552,7	538,9	287,1	394,2	u.m.	u.m.
Indre værdi pr. aktie, kr.	38,79	29,40	30,64	35,69	48,19	68,08	99,18	101,23	55,90	79,55	u.m.	u.m.
Dividende pr. aktie, kr.	5,67	0,00	1,00	2,00	2,50	3,00	4,00	4,00	2,50	3,50	28,17	2,89

¹⁾ Selskabet startede sine nuværende aktiviteter d. 1/4-2000

Akkumuleret afkast for SmallCap Danmark A/S





Ledelsespåtegning

Direktion og bestyrelse har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2009 for SmallCap Danmark A/S.

Koncernregnskabet aflægges i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som er godkendt af EU, og årsregnskabet for moderselskabet aflægges i overensstemmelse med årsregnskabsloven.

Årsrapporten er herudover udarbejdet i overensstemmelse med yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber.

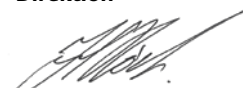
Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsrapporten giver et retvisende billede af koncernens og moderselskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2009 samt af resultatet af koncernens og moderselskabets aktiviteter og koncernens pengestrømme for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2009.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

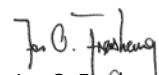
København, den 22. marts 2010

Direktion



Jens Erik Høst

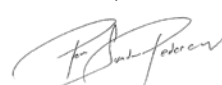
Bestyrelse



Jan O. Frøshaug, formand for bestyrelsen



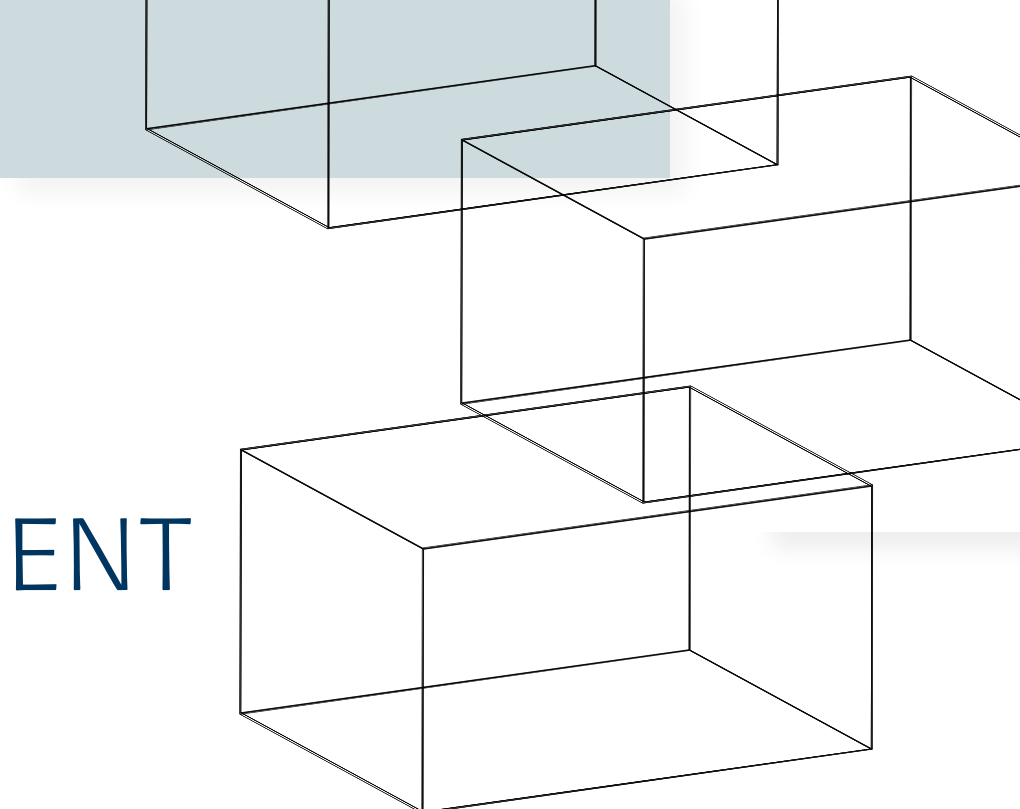
Niels Roth, næstformand



Per Søndergaard Pedersen



Erik K. Skjøtt



INVESTMENT CASES

Greentech Energy Systems

Investmentcase: GES er en value-case. GES er et vindenergi- og developerselskab med fokus på Italien og Polen. GES er et forholdsvis ungt selskab med få møller i drift i 2009. To store vindmølleparker i Italien er ved at være færdiggjorte her i starten af 2010 og i proces med at blive tilsluttet nettet.

SmallCap Danmark A/S har øget eksponeringen i aktien i løbet af året, så den ultimo udgjorde 20,6% af porteføljen. Baggrunden for investeringen i Greentech var en forventning om, at Greentech fik styr på sine kaotiske finansielle forhold (er delvist løst), der sendte aktien ned fra kurs

23 ved året start til 7,5 den 11. marts, og at aktien handlede med en betydelig rabat i forhold til indre værdi (bogaftalt indre værdi udgjorde 36,7 kr. pr. aktie pr. 30. september 2009). En betydelig del af opkøbene skete til de meget lave kurser, hvilket er baggrunden for outperformance bidraget på 3,6%.

GES har undergået betydelige forandringer i 2009. Ejerkredsen og bestyrelsen er ændret og risikoen reduceret markant, bl.a. med indgåelsen af en strategisk samarbejdsaftale med EDF Energies Nouvelles. EDF Energies Nouvelles købte 50% af Monte-Grighine projektet og har

desuden fået en option på at købe sig ind i Greentechs projekter i Italien og Polen efterhånden som de enkelte projekter når byggestadiet. Samarbejdsaftalen skulle gerne give Greentech lettere adgang til projektf finansiering og bedre købekraft overfor vindmølleproducenterne.

Vi ser en mulighed for "re-lancering" af virksomheden/aktien som en seriøs vind-developer med en troværdig og stabil ejerkreds og ledelse samt en stabil finansiell base. I den forbindelse har SmallCap Danmark A/S sammen med Staxbo valgt at tage aktivt ejerskab med henblik på at styre selskabet i den rigtige retning.

Søndagsavisen

Investmentcase: Søndagsavisen er en value-case. Søndagsavisen formidler tilbud og information til forbrugerne gennem udgivelse af annoncefinansierede husstands-omdelte gratisaviser, samt gennem distribution af tryksager, aviser og vareprøver til forbrugerne. Hertil kommer internettjenester med services og tilbud målrettet mod internetbrugerne.

Baggrunden for investeringen er en forventning om frasalgs af distributionsaktiviteterne (husstandsomdelte reklamer), og at det vil synliggøre betydelige skjulte værdier i selskabet. Vi vurderer, at de underliggende værdier er så store, at det mere end kompenserer for det nuværende meget svage annoncemarked, der medfører ikke ubetydelige tab for både gratisavisen (Søndagsavisen) og internet-

forretningen. Der er begrænsede synergier mellem distributionsforretningen og de øvrige aktiviteter inden for avisdrift og internetområdet.

SmallCap Danmark A/S startede med at investere i Søndagsavisen i slutningen af marts. Frem til årsskiftet steg aktien med 138%.

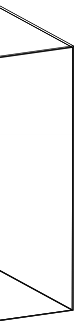
H+H International

Investmentcase: H+H er en investering i en forventet succesfuld rekonstruktion af selskabet. H+H er nr. 2 i Europa indenfor produktion af porebeton med stærke markedspositioner i UK, Tyskland, Østeuropa og Norden.

Konkursrisikoen blev fjernet med tilførslen af 436 mio. kr. i ny egenkapital. SmallCap Danmark A/S etablerede den nuværende

position i forbindelse med emissionen i december 2009. H+H er (fortsat) en risikofyldt investering i en konjunkturforbedring, især i Østeuropa. Det er dog værd at bemærke, at P/BV er helt nede på 0,7 og, at der stort set ingen goodwill er på balancen. A og B aktiestrukturen blev ophævet i forbindelse med emissionen og familieinteresserne er nu helt ude af selskabet. H+H er nu helt åben for en overtagelse, hvil-

ket vi anser for meget positivt både som 'stand alone' og som eventuelt opkøbsmål. Xella er rygtvist blevet nævnt som interesseret i forbindelse med emissionen. Basalt set kan vi godt lide, at forretningsmodellen generer betydeligt cash flow under normale markeds-mæssige forhold. Selskabet står markeds-mæssigt godt, når væksten normaliseres.



Harboes Bryggerier

Investmentcase: Harboe er en turnaroud case, men også en relativt defensiv investering, der skaber en vis risikomæssig balance i porteføljen. Harboe er producent af øl og vand til lavprissegmentet. Hovedmarkederne er Tyskland og Norden.

Harboe satser nu også på nye brandede produkter inden for juice og økologiske

sodavand. Endvidere satser Harboe på maltektstrakt (underleverandør), der har en række anvendelsesmuligheder inden for bagerisektoren og til alkoholfri øl. Det er skuffende (men realistisk), at Harboe har nedjusteret den langsigtede EBIT margin målsætning fra 8% til nu 6-8%. Vi tror nu, at Harboe får svært ved at hæve marginalen til over 6%, bl.a. pga. Harboes egen erkendelse af, at det bliver vanske-

ligt varigt at øge indtjeningsmarginalerne på Harboes traditionelle forretning. Omsætningen faldt med 4.1% i 1. halvår 2009/10 som følge af frafaldet af en urentabel kunde (Axfood). Det viser, hvor vigtige nye produkter er for, at Harboe kan leve op til målet om en årlig omsætningsstigning på 5%. SmallCap Danmark A/S har øget eksponeringen i aktien hen over året 2009.

Topsil

Investmentcase: Topsil er en investering i en af de førende spillere i det snævre marked for monokrystallinsk silicium af meget høj kvalitet til halvlederindustrien (producenter af kritiske høj- og mellemspændingskomponenter til elektronikindustrien) med en markedsandel på 9% af nichemarkedet, dog 40% på højeste spændingsniveau.

Topsils silicium produceres efter to forskellige metoder, henholdsvis float zone (FZ) og czochralski (CZ) metoderne.

Markedet drives af den globale udbygning af energiinfrastruktur, herunder vindmøller. FZ produkterne henvender sig især til høj og mellemspændingsområ-

det. Endvidere indgår silicium i stort set al forbrugerelektronik, som ligeledes er et vækstområde. El-biler bliver et nyt stort vækstområde for Topsil. SmallCap Danmark A/S har øget eksponeringen hen over året 2009.

Selskab		2008			2009			
		Position	Andel af egenkapital	Beholdning mio. kr.	køb/salg mio. kr.	Afkast mio. kr.	Andel af egenkapital	Beholdning mio. kr.
1	Greentech Energy Systems	6	3,6%	10,3	+54,1	16,3	20,6%	80,6
2	Søndagsavisen	-	-	-	+32,1	17,0	12,5%	49,0
3	BoConcept Holding	2	6,4%	18,1	+8,8	16,6	11,1%	43,5
4	Egetæpper	1	8,9%	25,2	+5,7	11,2	10,8%	42,1
5	Harboes Bryggeri	9	2,6%	7,4	+12,9	3,6	6,1%	24,0
I alt top 5							61,1%	239,2
6	IC Companys	14	1,5%	4,4	+1,3	16,9	5,8%	22,6
7	H+H International	-	-	-	+17,7	2,0	5,0%	19,7
8	Brdr. Hartmann	7	3,2%	9,0	+6,1	4,0	4,9%	19,1
9	RIAS	17	1,1%	3,3	+6,9	5,7	4,0%	15,8
10	Topsil Semiconductor Mat.	-	-	-	+10,0	4,2	3,6%	14,2
I alt top 10							84,4%	330,6
	Øvrige aktier		37,2%	105,6	-64,8	55,8	21,1%	82,3
Aktieeksponering alt			64,5%	183,2	+80,7	148,9	105,5%	412,9



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

PROFIL SMALLCAP DANMARK A/S

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

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

Hvorfor vælge SmallCap Danmark A/S?

- Small cap fokus er en konkurrencefordel – Mange small cap selskaber er underanalyserede og har kun perifer opmærksomhed blandt børsråglere og institutionelle investorer. Small cap segmentet rummer mange attraktive investeringsmuligheder og har historisk givet et højere afkast end de store selskaber.
- Betydelige interne analyseressourcer – Vores investeringer bygger på et omhyggeligt internt analysearbejde, der kortlægger virksomhedernes konkurrencesituation, markedsforhold, operationelle effektivitet og finansielle forhold etc. Når vores analyser indikerer et højt afkastpotentiale investerer vi store beløb i enkeltaktier.

- Erfarent team med solid track record – Vores investerings-team har mange års erfaring med small cap investering og har et højt kendskab og gode relationer til virksomhederne. Siden starten i april 2000 har vi opnået et gennemsnitligt årligt afkast på 15,9% før skat – danske aktier er i gennemsnit stegt med 2,3% p.a.
- Uafhængig af andre økonomiske interesser – Modsat mange andre er vores forretningsmodel ikke volumenbaseret – hos os tilfalder skalafordel aktionærerne. Endvidere har vi fravalgt den traditionelle bankdistribution hvor der betales beholdningsprovision eftersom provisionen blot vil fragå aktionærens afkast. Vort eneste succeskriterium er at forrente aktionærernes penge bedst muligt.
- Ledelse med stort økonomisk engagement – Ledelsen har samlet investeret ca. 130 mio. kr. i Smallcap Danmark A/S og Investeringsforeningen SmallCap Danmark, som selskabet har kontor- og personalefællesskab med.

Læs mere om os på www.smallcap.dk

Ledelsens beholdning af aktier i selskabet pr. 31. december 2009

Navn	Antal aktier, stk.	Ændring siden 31/12/08, stk.	Kursværdi	% af kapital
Investeringsteam	683.508	+46.349	54.373.061	13,1%
Bestyrelse	766.290	+76.990	60.958.370	14,7%
I alt	1.449.798	+123.339	115.331.431	27,8%

www.smallcap.dk

SmallCap Danmark A/S, Toldbodgade 53, 2. sal, DK - 1253 København K, Telefon 33 30 66 00, Telefax 33 30 66 04, as@smallcap.dk