

INVESTORORIENTERING

Investeringsforeningen SmallCap Danmark 2009

Orientering om resultatudviklingen i 2009

Foreningens årsrapport findes på hjemmesiden: www.smallcap.dk



Investeringsforeningen
SmallCap Danmark

HOVED- OG NØGLETALS OVERSIGT

	2006 ¹⁾	2007	2008	2009
Resultatopgørelse, t.kr.				
Renter og udbytter	2.450	7.902	8.057	3.438
Kursgevinster og kurstab	57.474	-12.712	-194.866	68.587
Administrationsomkostninger	-8.643	-4.018	-4.131	-9.608
- Heraf ord. driftsomkostninger	-3.284	-4.018	-4.131	-3.008
- Heraf bonus	-2.808	0	0	-6.600
Resultat før skat	51.280	-8.829	-190.939	62.417
Skat	0	-184	-202	-85
Nettoresultat	51.280	-9.013	-191.142	62.332
Balance, t.kr.				
Likvider	29.045	70.082	25.522	10.845
Kapitalandele	301.282	303.737	106.861	149.719
Andre aktiver	3.831	18.984	0	3.055
Aktiver i alt	334.157	392.804	132.383	163.619
Medlemmernes formue	326.709	368.777	130.708	154.246
Hensatte forpligtigelser	0	0	2	0
Anden gæld	7.448	24.027	1.674	9.373
Passiver i alt	334.157	392.804	132.383	163.619
Nøgletal				
Afkast	20,2%	-2,0%	-56,0%	52,9%
Ændring i KFMX	14,5%	-2,9%	-60,8%	24,4%
Resultat pr. andel, kr.	1.894	-270	-6.486	2.634
Omkostningsprocent, ordinære omkst. excl. bonus	1,20%	0,92%	1,61%	2,09%
Omkostningsprocent, ordinære omkst. incl. bonus	4,80%	0,92%	1,61%	6,67%
Udbytte pr. andel, kr.	0	325	0	0
Indre værdi pr. andel, kr. ultimo	12.068	11.830	5.043	7.710
Børskurs pr. andel, kr. ultimo	12.056	11.507	5.041	7.693
Cirkulerende andele, stk. ultimo	27.072	31.172	25.921	20.005

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

Kære medlem

Med et afkast på 52,9% kom Investeringsforeningen SmallCap Danmark 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 medlemsbrev for 2008 mente vi, at mange sunde og veldrevne virksomheder kunne erhverves til særdeles fordelagtige priser, når markederne vendte. Foreningens performance i 2009 blev skabt ved, at investeringsteamet meget tidligt i opturen øgede eksponeringen i aktier og netop satsede på denne type virksomheder. Investeringsforeningen SmallCap Danmark formåede at slå sit benchmark – KFMX indekset – med 28,5% i 2009.

Med den gode performance i 2009 har Investeringsforeningen indhentet noget af det tabte siden etableringen i maj 2006. I bagklogskabens klare lys må vi erkende, at starttidspunktet var uheldigt, og at der fortsat er et stykke vej op til introduktionsprisen på 10.000 kr. pr. bevis. Vi har valgt at se fremad og vil arbejde hårdt for at indhente det tabte, men hastigheden afhænger naturligvis af markedsudviklingen.

Vores optimisme med hensyn til den fremtidige performance bygger bl.a. på den enestående "track record", som SmallCap Danmark A/S, som foreningen har kontor- og personalefællesskab med, har opnået gennem sin 10-årige levetid. I sin levetid har SmallCap Danmark A/S leveret et årligt gennemsnitligt afkast på 15,9% sammenlignet med en årlig gennemsnitlig stigning på 1,5% for C20 indekset og en gennemsnitlig årlig stigning på 5,5% for KFMX indekset.

SmallCap Danmark A/S ligger helt i top i sammenligning med samtlige danske aktiebaserede investeringsforeninger, der udelukkende investerer i danske aktier. Med et gennemsnitligt årligt afkast 15,9% placerer SmallCap Danmark A/S sig på niveau med de bedste internationale aktiebaserede fonde.

De gode resultater, som er opnået i SmallCap Danmark A/S, dokumenterer langtidsholdbarheden af investeringskonceptet. Da Investeringsforeningen SmallCap Danmark arbejder efter samme investeringskoncept og har kontor- og personalefællesskab med SmallCap Danmark A/S, mener vi dette lover godt for de fremtidige afkast i Investeringsforeningen.

Den skattemæssige behandling af resultaterne opnået ved at investere i en investeringsforening er anderledes end ved at investere i et aktieselskab, ligesom en investeringsforening har begrænsninger i, hvor stor andel af porteføljen, som kan investeres

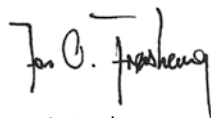


"Med et afkast på 52,9% kom Investeringsforeningen SmallCap Danmark stærkt tilbage i 2009"

i et enkelt selskab. Det er ikke mindst derfor, at vi etablerede Investeringsforening Smallcap Danmark som et alternativ til at investere i et aktieselskab for dem, der vil have større glæde af at købe investeringsbeviser end aktier.

Jeg vil tro at De, som vi, glæder Dem over det gode resultat i 2009, og håber, at De også deler vor tillid til, at vi vil klare os bedre end markedet generelt i årene fremover, og derfor vil fortsætte som medlem og måske også vil overveje at købe flere investeringsbeviser i foreningen.

København d. 22. marts 2010



Jan O. Frøshaug
Formand for bestyrelsen

MERAFKAST PÅ 28,5% I 2009

2009 blev et godt år for foreningen. Dels fordi udviklingen på børsen igen blev positiv efter det kraftige fald året før, dels og ikke mindst fordi aktierne i de virksomheder, som foreningen har investeret i, udviklede sig langt bedre end markedet generelt. Årets resultat blev på 62,3 mio. kr. mod et underskud på 191,1 mio. kr. i kriseåret 2008. Resultatet svarer til et afkast på 52,9%, et afkast som skal sammenholdes med en stigning i foreningens benchmark – KFMX indekset – på 24,4%. Merafkastet udgør således 28,5%. Et så stort merafkast er ekstraordinært og kan ikke forventes gentaget.

Årets resultat på 62,3 mio. kr. er sammensat af finansielle indtægter på 72,0 mio. kr., ordinære driftsomkostninger før bonus på 3,0 mio. kr. (2008: 4,1 mio. kr.) og hensat afkastrelateret bonus på 6,6 mio. kr. (2008: 0 kr.). Omkostningsprocenten for året blev 2,1% mod 1,6% i 2008. Stigningen skyldes et lavere gennemsnitligt kapitalgrundlag på grund af kursudviklingen samt indløsning af beviser under nedturen. Der er nettoindløst 5.916 beviser i 2009, således at det samlede antal beviser ultimo 2009 er på 20.005 stk.

Årsagen til det gode resultat var, at vi meget tidligt i opturen øgede eksponeringen i aktier. Vi havde allerede en række selskaber i porteføljen, som var blevet massivt oversolgt uden hensyn til de underliggende værdier. Herudover supplerede vi porteføl-

Foventninger til 2010

Vi forventer at opnå et bedre investeringsresultat end aktiemarkedet generelt i 2010, men at resultatet vil blive mere af-dæmpet 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.

jen med andre aktier, hvor vi havde identificeret et betydeligt potentiale, som det var muligt at samle op til meget lave priser. Vi har endvidere deltaget i en række emissioner, der ligeledes har bidraget til resultatet.

De nye skatteregler påvirker kun Investeringsforeningen ved af-skaffelse af treårsreglen. Tidligere skulle kursavancer realiseret efter 3 års ejertid ikke medregnes i minimumsudlødningsbeløbet. Fra 2010 indgår samtlige realiserede avancer i beregningen. Til gengæld har regeringen netop stillet et forslag om, at aktiebaserede investeringsforeninger får mulighed for at gå op til 50% likvid mod tidligere maksimalt 20%. Det giver nye muligheder for at beskytte porteføljen i nedgangstider som f. eks. i 2008.

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. Således står vi bedre rustet end nogensinde til at udnytte mulighederne for at foretage attraktive investeringer i udvalgte selskaber i dette segment.

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.	05.05.06- 31.12.09
Investeringsforeningen SmallCap Danmark	20,2%	-2,0%	-56,0%	-13,4%	76,5%	52,9%	-12,9%	-	-20,7%
KFMX	14,5%	-2,9%	-60,8%	-15,2%	46,6%	24,4%	-22,1%	0,6%	-45,8%
OMXC20	9,8%	5,1%	-46,6%	-13,5%	57,1%	35,9%	-8,6%	3,3%	-16,3%
OMXC	11,5%	5,5%	-49,0%	-15,0%	55,4%	32,1%	-10,7%	2,7%	-20,7%
DAX	8,0%	19,2%	-42,4%	-23,6%	55,1%	18,5%	-6,6%	3,7%	-12,1%
S&P 500	8,1%	3,5%	-38,5%	-25,1%	64,8%	23,5%	-7,7%	-1,7%	-15,0%
Russell 2000	1,7%	-2,7%	-34,8%	-31,3%	82,2%	25,2%	-7,4%	-0,8%	-19,3%
Nikkei 225	0,4%	-11,1%	-42,1%	-20,0%	48,8%	19,0%	-15,1%	-1,7%	-38,5%
MSCI World	7,2%	7,1%	-42,1%	-25,2%	69,7%	27,0%	-2,4%	2,4%	-15,6%

Rente på 10-årige statsobligationer	05/05/06	31/12/06	31/12/07	01/01/09	09/03/09	01/01/09	31/12/06	31/12/04	05/05/06
Danmark	4,1%	3,9%	4,4%	3,4%	3,3%	3,4%	3,9%	3,8%	4,1%
Tyskland	4,0%	4,0%	4,3%	2,9%	2,9%	2,9%	4,0%	3,7%	4,0%
USA	5,1%	4,7%	4,0%	2,2%	2,9%	2,2%	4,7%	4,2%	5,1%

Kilde: Egne beregninger og FactSet

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. 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 prisfastsætte aktierne herefter, kunne foretage særdeles lukrative investeringer. Det var således muligt at drage stor fordel af, at aktierne i 2008 var blevet solgt uden hensyn til de underliggende værdier i selskaberne.

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

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%	7,0	6,2%	4,5%
Søndagsavisen	-30%	146%	73%	7,5	5,3%	9,0%
Duni	4%	125%	134%	5,3	4,5%	4,1%
DSV	-33%	54%	3%	6,2	4,4%	4,9%
BE Group	-6%	136%	122%	4,5	4,4%	1,0%
FLSmidth & Co.	-36%	214%	103%	5,5	3,9%	3,6%
Solar B	-23%	126%	74%	5,7	3,6%	7,5%
Rockwool Int. B	-6%	122%	108%	3,8	2,6%	0,0%
Lindab International	-10%	68%	52%	2,1	2,0%	0,3%
SimCorp	-3%	69%	65%	3,1	2,0%	4,1%
I alt	-	-	-	50,8	38,8%	39,0%
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 39% point af Investeringsforeningen SmallCap Danmarks outperformance på 37% (før ordinære 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 6,2% 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. Vores svenske investeringer - Duni, BE Group og Lindab - var alle blandt de 10 bedste investeringer. Vi har både købt og solgt i en række af papirerne i løbet af året, herunder nedbragt eller solgt stærkt performende aktier som f. eks de svenske, hvis vi har vurderet, at de var blevet fuldt prisfastsatte.

De dårligste investeringer: Thrane & Thrane var den dårligste investering i 2009 med et negativt performance bidrag på 2%. NeuroSearch var en anden mindre heldig investering i 2009 med et negativt performance bidrag på 1,25%. Positive fase 3 data for det vigtigste produkt - Huntexil - har dog fået aktiekursen til at eksplodere i starten af februar 2010 (fra kurs 85 til over kurs 200 på blot 2 dage). Greentech er den tredjedårligste aktie med

et negativt performance bidrag på 0,6%. Investeringsforeningen begyndte første at købe aktien efter aftalen med EDF var på plads. Generelt er en relativt dårlig performance 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 Investeringsforeningen SmallCap Danmark opbygget positioner i Søndagsavisen (porteføljevægt ultimo på 9,0%), Topsil (porteføljevægt ultimo på 6,7%) og H+H i forbindelse med emissionen i december (porteføljevægt ultimo året på 4,5%) - se investment cases side 10-11.

Sammenligning med andre investeringsforeninger

Investeringsforeningen SmallCap Danmarks afkast i 2009 ligger i toppen i sammenligning med de andre danske aktiebaserede investeringsforeninger. I sammenligningen skal man være opmærksom på, at de to øverste investeringsforeninger i tabellen ligesom vi 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	2006 ¹⁾	2007	2008	2009	36 mdr.	60 mrd.	05/05/06 31/12/09
Investeringsforeningen SmallCap Danmark	20,2%	-2,0%	-56,0%	52,9%	-34,0%	-	-20,7%
Danske Invest Engros Small Cap	13,2%	-0,1%	-47,3%	30,2%	-31,4%	50,1%	-22,4%
Dexia Invest Small Cap	14,8%	-3,6%	-53,5%	45,3%	-34,8%	36,8%	-25,2%
Alfred Berg Danmark	9,4%	-7,0%	-46,5%	38,8%	-30,9%	27,0%	-24,4%
Bankinvest Danmark	10,8%	-11,4%	-54,9%	52,8%	-38,9%	48,0%	-32,3%
Carnegie WW/Danske aktier	10,5%	5,5%	-45,4%	54,0%	-11,3%	74,2%	-2,1%
Danske Invest Danmark	11,5%	4,5%	-49,1%	43,6%	-23,7%	42,5%	-14,9%
LD-Invest Danmark	15,4%	4,0%	-47,6%	47,4%	-19,7%	-	-7,3%
Nykredit Invest Danske Aktier	8,5%	1,4%	-46,2%	43,6%	-21,6%	50,6%	-15,0%
SEB Invest Danmark	13,8%	4,6%	-48,7%	51,7%	-18,5%	76,5%	-7,3%



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

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

virksomhedernes 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%



*”Vi tror small cap aktier vil
outperforme i 2010”*

Ledelsespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2009 for Investeringsforeningen SmallCap Danmark omfattende ledelsespåtegning, ledelsesberetning, anvendt regnskabspraksis, resultatopgørelse, balance og noter.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. samt yderligere oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede investeringsforeninger.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

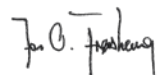
København, den 22. marts 2010

Direktion

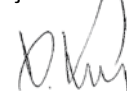


Christian Reinholdt

Bestyrelse



Jan O. Frøshaug, formand for bestyrelsen



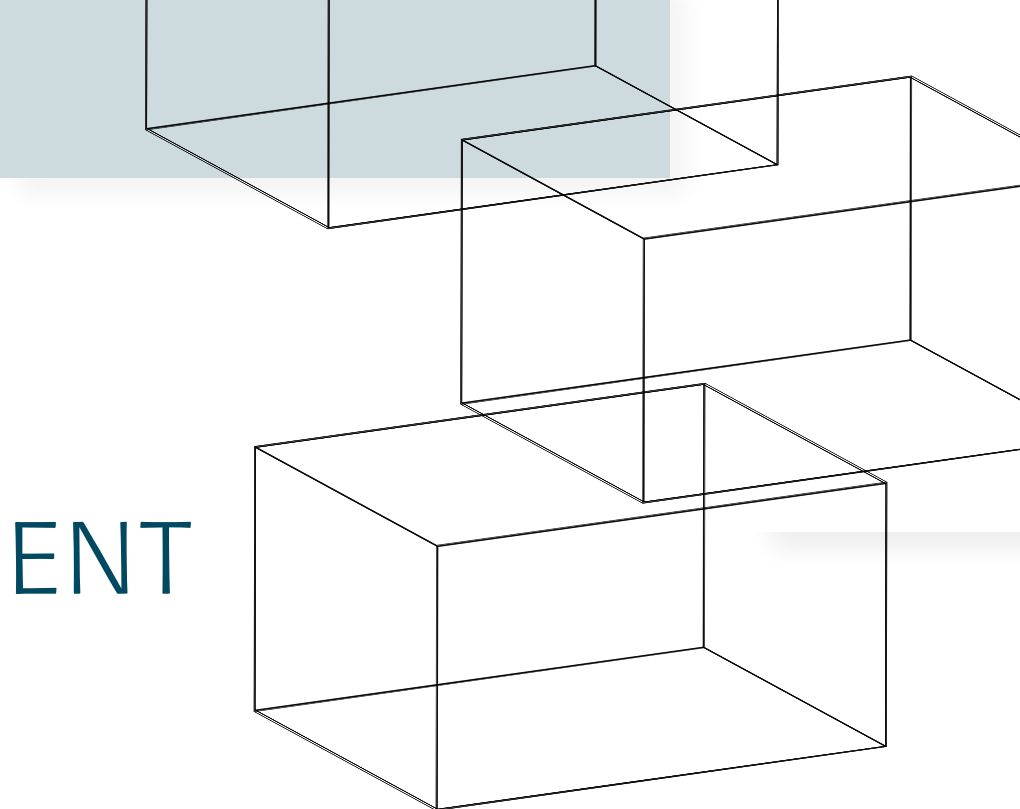
Niels Roth, næstformand



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.

Investeringsforeningen SmallCap Danmark har købt op i aktien i løbet af året, så den ultimo udgjorde 9,2% 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 (bogført indre værdi udgjorde 36,7 kr. pr. aktie pr. 30. september 2009).

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 vinddeveloper med en troværdig og stabil ejerkreds og ledelse samt en stabil finansiell base. I den forbindelse har Investeringsforeningen SmallCap Danmark sammen med SmallCap Danmark A/S og 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.

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

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 mellem-spændingskomponenter til elektronikindustrien) med en markedsandel på 9% af nichemarkedet, dog 40% på højeste spændingsniveau. Topsils silicium produceres efter to forskellige metoder, hen-

holdsvis float zone (FZ) og czochralski (CZ) metoderne.

Markedet drives af den globale udbygning af energinfrastruktur, herunder vindmøller. FZ produkterne henvender sig især til høj og mellem-spændingsområdet. Endvidere indgår silicium i stort set al forbrugerelektronik, som ligeledes er et vækstområde. El-biler bliver et nyt stort vækst-

område for Topsil. Investeringsforeningen SmallCap Danmark har købt op i aktien hen over året 2009.

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 etablerede den nuværende posi-

tion 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, hvilket 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.



Duni

Investmentcase: Duni er en investering i Europas førende producent (marksandel på 19%) af high-end engangsduge og servietter til restauranter. Herudover har Duni salg til retailsegmentet. Duni har en relativt asset light forretningsmodel og er meget cash genererende. Dunis markeder er ikke særligt konjunkturfølsomme, og vi betragter derfor Duni som en defensiv investering.

Dunis markeder er modne med vækstrater omkring 5%. Duni har i 2009 haft glæde af faldende inputpriser – papir, energi og transport, men de bundene ud i Q3. Endvidere får Duni fordel af det iværksatte restruktureringsprogram (50m på årsbasis fra H2 2009). Der vil være et vist pres på top linjen i volumen, men afgørende for Duni er antallet af restaurantbesøg, ikke at folk måske sparer lidt på selve måltidet. Vi købte

vores position i selskabet i forbindelse med børsnoteringen i november 2007 og har taget lidt profit i løbet af 2009 efter aktien store kursstigninger i 2009 på 134%.

Selskab		Position	2008			2009		
			Andel af egenkapital	Beholdning mio. kr.	køb/salg mio. kr.	Afkast mio. kr.	Andel af egenkapital	Beholdning mio. kr.
1	Greentech Energy Systems	-	-	-	+12,4	1,7	9,2%	14,1
2	Søndagsavisen	-	-	-	+6,3	7,5	9,0%	13,8
3	Solar	2	6,4%	8,3	-2,5	5,7	7,5%	11,5
4	Topsil Semiconductor Mat.	-	-	-	+7,2	3,1	6,7%	10,3
5	Egetæpper	1	7,3%	9,6	-2,6	1,2	5,4%	8,3
I alt top 5							37,8%	58,0
6	DSV	4	6,0%	7,9	-6,6	6,2	4,9%	7,5
7	Brdr. Hartmann	3	6,1%	8,0	-3,1	2,3	4,7%	7,2
8	IC Companys	19	1,4%	1,9	-2,0	7,0	4,5%	6,9
9	H+H International	-	-	-	+6,6	0,2	4,5%	6,9
10	RIAS	16	1,9%	2,5	+2,0	2,0	4,2%	6,5
I alt top 10							60,6%	93,0
	Øvrige aktier		52,7%	68,7	-46,5	34,4	36,4%	56,7
Aktieeksponering i alt			81,8%	106,9	-28,6	71,5	97,0%	149,7



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

PROFIL

INVESTERINGSFORENINGEN SMALLCAP DANMARK

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

Vores målsætning er at opnå et attraktivt langsigtet afkast til medlemmerne uden at tage overdrevne risici.

Hvorfor vælge Investeringsforeningen SmallCap Danmark ?

- Small cap fokus er en konkurrencefordel – Mange small cap selskaber er underanalyserede og har kun perifer opmærksomhed blandt børsrådgivere 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.
- Uafhængig af andre økonomiske interesser – Modsat mange andre er vores forretningsmodel ikke volumenbaseret – hos os tilfalder skalafordele medlemmerne. Endvidere har vi fravalgt den traditionelle bankdistribution hvor der betales beholdningsprovision eftersom provisionen blot vil fragå aktionærens afkast. Vort eneste succeskriterium er at forrente medlemmernes penge bedst muligt.
- Ledelse med stort økonomisk engagement – Ledelsen har samlet investeret ca. 130 mio. kr. i Investeringsforeningen SmallCap Danmark og Smallcap Danmark A/S, som foreningen 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 beviser, stk.	Ændring siden 31/12/08, stk.	Kursværdi, t.kr.	% af kapital
Investeringsteam	1.508	+1.401	11.627	7,5%
Bestyrelse	216	-	1.665	1,1%
I alt	1.724	+1.401	13.292	8,6%

www.smallcap.dk

Investeringsforeningen SmallCap Danmark, Toldbodgade 53, 2. sal, DK - 1253 København K, Tlf 33 30 66 02, Fax 33 30 66 14, if@smallcap.dk