



SmallCap Danmark

Dr. Tværgade 41, 1. - 2
DK-1302 København K
Telefon: (+45) 33 30 66 00
www.smallcap.dk

NASDAQ OMX Nordic
Nikolaj Plads 6, Postboks 1040
DK-1007 København K

Dato 24. april 2014
Udsteder SmallCap Danmark A/S
Kontaktperson Christian Reinholdt, tlf. 33 30 66 16
Antal sider 11 incl. denne side

Børsmeddelelse nr. 06.2014, Delårsrapport 1. kvartal 2014

SmallCap Danmark A/S's bestyrelse har d.d. behandlet og godkendt delårsrapporten for perioden 1. januar – 31. marts 2014, hvorfra følgende kan fremhæves:

- Resultatet for 1. kvartal 2014 blev på 15,6 mio. kr. før skat og 13,7 mio. kr. efter skat, svarende til en egenkapitalforrentning på henholdsvis 4,9% og 4,3%. OMXCXC20-indekset, som er selskabets benchmark, steg med 8,3% i den tilsvarende periode.
- De tre største positive bidragsydere til periodens resultat var BioPorto (8,8 mio. kr.), Rias (3,0 mio. kr.) og TK Development (1,6 mio. kr.) mens de største negative bidragsydere var DLH (-1,7 mio. kr.), Liqtech (-0,7 mio. kr.) og Egetæpper (-0,3 mio. kr.).
- En svag kursudvikling i fire ud af fem af selskabets største enkeltinvesteringer er den primære årsag til kvartalets underperformance. Vi har stadig tillid til værdistigningspotentialer i vores væsentligste investeringer, men må konstatere at afkastet kommer springvist.
- I sin 14-årige levetid har selskabet outperformat i 10 ud af 14 år og opnået et afkast på 12,3% p.a. i forhold til OMXCXC20 indekset, der i gennemsnit er steget med 7,1% p.a.
- Egenkapitalen pr. 31. marts 2014 var på 328,4 mio. kr. og indre værdi 79,6 pr. aktie. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen d.d., at der udbetales et udbytte på 4,0 kr. pr. aktie og at 275.000 egne aktier annulleres. Efter annulleringen vil aktiekapitalen bestå af 4.125.000 stk. aktier mod tidligere 4.400.000 stk.
- Vores forventninger til aktiemarkedet i 2014 er uændrede i forhold til årsrapporten for 2013. Small cap aktierne har stadig et kursmæssigt efterslæb i forhold til de større aktier og vi vurderer derfor, at small cap aktierne har et stigningspotentiale, der overgår det øvrige aktiemarked. Vi vurderer at det danske aktiemarked stiger med 10-20% i 2014.

Med venlig hilsen
SmallCap Danmark A/S

Niels Roth
Formand for bestyrelsen

Christian Reinholdt
Adm. direktør

DELÅRSRAPPORT
1. JANUAR – 31. MARTS 2014

SMALLCAP
DANMARK A/S



SmallCap Danmark

FORVENTNINGER TIL 2014

Vores forventninger til aktiemarkedet i 2014 er uændrede i forhold til årsrapporten for 2013. Small cap aktierne har stadig et pris-mæssigt efterslæb i forhold de større aktier. På denne baggrund vurderer vi, at small cap aktierne har et stigningspotentiale, der overgår det øvrige aktiemarked. Vi vurderer, at det danske aktiemarked stiger med 10-20% i 2014.

Vores positive forventninger til aktiemarkedet i 2014 er baseret på følgende betragtninger:

- Øget global BNP vækst, drevet af fremgang i Europa og USA samt høj men aftagende vækst i Asien.
- Større ordrebøger hos virksomhederne, som varsler øget aktivitet og indtjeningsfremgang.
- Usædvanlig lave renteniveauer, som fortsat gør aktier mere attraktive end obligationer.
- Lempelig, men ansvarlig, pengepolitik fra centralbankerne i USA, Japan, Kina og Europa.
- En sundere finansiel sektor, der igen har kapacitet til at øge udlånet.
- Tiltagende aktivitet indenfor fusioner, virksomhedsovertagelser og børsintroduktioner som er et sundhedstegn for aktiemarkedet.

Tilbagegangen i Europa synes at være stoppet og i 2. halvår af 2013 oplevede regionen en moderat fremgang, som var bredt funderet i både Syd- og Nordeuropa. Primært trukket af Nordeuropa vil Eurozonen forventeligt rapportere 1,0% BNP vækst i 2014. Den Europæiske Centralbank har indtil videre fået ret i sin antagelse om, at de pengepolitiske tiltag ville få effekt i 2. halvår af 2013. Vi forventer, at de europæiske virksomheder vil rapportere indtjeningsvækst i 2014, og at det vil give anledning til kursstigninger.

Fremgangen i den amerikanske økonomi er nu så solid, at opsvinget er ved at være selv bærende. Den amerikanske centralbank har derfor påbegyndt stramning af sin meget lempelige pengepolitik, hvilket er et sundhedstegn. På baggrund af kraftigt stigende boligpriser og højere aktiekurser, har de amerikanske

forbrugere oplevet en betydelig formue tilvækst, som gavner privatforbruget. Konsensus forventer en BNP vækst på 2,8-3,0% for USA, hvilket understøtter vores positive holdning til aktiemarkedet.

Traditionelt har Kina været dygtig til at styre væksten i økonomien og på nuværende tidspunkt er der ikke tegn på en markant opbremsning, men en lidt lavere vækst. Der er dog en del ubalancer i den kinesiske bank- og ejendomssektor, som kan true det høje væksthiveau, men vi forventer ikke, at dette vil have nogen væsentlig negativ indflydelse på aktiemarkederne i Europa og USA.

Der er indarbejdet omkring 10-15% EPS vækst i konsensusestimaterne for de nordiske selskaber i 2014, men analytikernes estimater er ofte for aggressive og vi forventer at de kommer ned i løbet af året. En EPS vækst på 5-10% er efter vores vurdering nok mere realistisk, hvilket kombineret med en eventuel multipleks-pansion understøtter vores positive holdning til aktiemarkedet. Konjunkturfølsomme virksomheder med en høj operationel gearing kan dog være begunstiget af væsentlig højere EPS vækst. Mindre virksomheder er ofte mere konjunkturfølsomme end de større virksomheder, hvilket også er årsagen til, at vi forventer det største stigningspotentiale blandt small cap aktierne.

Afkast i 1 kvartal

I første kvartal steg de europæiske og amerikanske aktiemarkeder med 1-3%, hvorimod de asiatiske aktiemarkeder faldt 6-9%. Det danske aktiemarked afveg markant fra gennemsnittet med en stigning på knap 13%.

Det globale aktiemarked blev testet godt og grundigt i løbet af 1. kvartal 2014. Bekymringer omkring holdbarheden af væksten i Kina sendte det globale aktiemarked ned med 6-7% i januar, men på baggrund af fornuftige makroøkonomiske nøgletal fra Europa og USA rettede markedet sig i løbet af februar. Uroen i Ukraine sendte endnu engang aktiemarkedet ned med 6-7% i begyndelsen marts, men i løbet af nogle få uger genvandt aktiemarkedet endnu en gang det tabte.

Afkast og renter	2014	2014	12 mdr.	36 mdr.	60 mdr.	Levetid (168 mdr)	
	1. kvartal	å.t.d.	p.a.	p.a.	p.a.	p.a.	akk.
Forrentning af primo egenkapital før skat	4,9%	4,9%	26,0%	3,3%	14,0%	12,3%	406,2%
Forrentning af primo egenkapital efter skat	4,3%	4,3%	24,2%	2,1%	12,8%	11,0%	329,5%
OMXCXC20	8,3%	8,3%	37,5%	11,8%	16,3%	7,1%	161,3%
OMXC20	14,1%	14,1%	31,4%	14,6%	25,2%	6,5%	140,6%
OMXC	12,7%	12,7%	32,5%	13,8%	23,0%	6,5%	142,0%
DAX	0,0%	0,0%	22,6%	10,7%	18,5%	1,6%	25,7%
S&P 500	1,3%	1,3%	19,3%	12,2%	18,6%	1,6%	24,9%
Russel 2000	0,8%	0,8%	23,3%	11,6%	22,6%	5,7%	117,6%
Nikkei 225	-9,0%	-9,0%	19,6%	15,0%	12,8%	-2,2%	-27,1%
Rente på 10 årige statsobligationer	31-03-2014	01-01-2014	31-03-2013	31-03-2011	31-03-2009	01-04-2000	01-04-2000
Danmark	1,6%	2,0%	1,5%	3,4%	3,6%	5,6%	5,6%
Tyskland	1,6%	1,9%	1,3%	3,3%	3,0%	5,3%	5,3%
USA	2,7%	3,0%	1,9%	3,5%	2,7%	6,0%	6,0%

Internationale indeks er i lokal valuta fra oprindelseslandet

Kilde: Egne beregninger og FactSet

Når aktiemarkedet hurtigt kommer igen efter en korrektion er det et tegn på, at der ikke er nogen grundlæggende ændring i investorerne risikoaersion, hvilket er et klart sundhedstegn.

Stik imod vores overordnede forventninger for 2014, underperformede de mindre danske aktier de større aktier med 5,8% i løbet af 1. kvartal. OMXC20 steg således med 14,1%, hvorimod de mindre aktier steg med 8,3%. Årsagen til at de større aktier klarede sig så godt i årets første måneder, kan primært tilskrives solide kursstigninger i Novo Nordisk, AP Møller - Mærsk og Danske Bank, som alle vejer meget tungt i det danske aktieindeks.

Den tiltagende investorinteresse for de mindre og mellemstore aktier var uændret i 1. kvartal. Som følge af at kurspotentialet i de større aktier er blevet mere begrænset søger investorerne mere intenst efter afkastmuligheder blandt de mindre aktier. De succesfulde børsintroduktioner af ISS og OW Bunker underbygger at investorerne har appetit på nye selskaber og at det er blevet vanskeligere at finde gode investeringsmuligheder blandt de større selskaber.

PERIODENS RESULTAT OG BALANCE

For perioden 1. januar - 31. marts 2014 realiserede SmallCap Danmark A/S et resultat før skat på 15,6 mio. kr. og efter skat på 13,7 mio. kr. Resultatet svarer til en egenkapitalforrentning på 4,9% før og 4,3% efter skat. Selskabets benchmark, OMXCXC20 indekset, steg 8,3% i den pågældende periode og før skat underperformede selskabet således med 3,4%.

En svag kursudvikling i fire ud af fem af selskabets største enkeltinvesteringer henholdsvis Egetæpper, BoConcept, DLH og Topsil er den primære årsag til kvartalets underperformance. Disse fire selskaber bidrog med et negativt afkast på -1,4 mio. kr. og ultimo kvartalet var over 50% af selskabets egenkapital investeret i disse selskaber.

Vi har stadig tillid til værdipotentialt i vores væsentligste investeringer, men må konstatere at afkastet kommer meget springvist.

Resultatet for 1. kvartal 2014 er sammensat af kursreguleringer samt udbytter på 19,0 mio. kr., finansielle poster på -0,7 mio. kr. og driftsomkostninger på 2,6 mio. kr. Selskabets omkostninger for 1. kvartal er 0,7 mio. kr. højere end samme periode sidste år, hvilket skyldes engangsomkostninger i forbindelse med selskabets direktørskifte. Der er ikke hensat til bonus i perioden, da kriterierne herfor ikke er opfyldt.

Omkostningsprocenten for 1. kvartal 2014 udgjorde 0,79% mod 0,66% for samme periode sidste år. Stigningen skyldes udelukkende engangsomkostninger.

Egenkapitalen var 31. marts 2014 på 328,4 mio. kr. sammenlignet med 317,6 mio. kr. ultimo 2013. Ændringen i egenkapitalen er en sum af periodens resultat efter skat (13,7 mio. kr.) og aktietilbagekøb (-3,0 mio. kr.).

I løbet af de første 3 måneder af 2014 har selskabet netto erhvervet 43.182 stk. egne aktier med en gennemsnitlig rabat på 15,1% i forhold til indre værdi.

Ultimo 1. kvartal var selskabet i besiddelse af 275.518 egne aktier svarende til 6,3% af aktiekapitalen. I forbindelse med selskabets ordinære generalforsamling d.d. 24. april 2014 har bestyrelsen fremsat forslag om annullering af 275.000 egne aktier.

Ultimo 1. kvartal 2014 udgør selskabets samlede fremførbare skattemæssige underskud og aktietab 141,9 mio. kr. mod 156,9 mio. kr. ultimo 2013. Den aktiverede del af det skattemæssige underskud udgør 18,1 mio. kr., svarende til 4,4 kr. pr. aktie (ultimo 2013 20 mio. kr. eller 4,8 pr. aktie). I løbet af 1. kvartal 2014 har selskabet brugt 1,9 mio. kr. af det aktiverede skattemæssige underskud.

Delårsrapporten er aflagt efter samme regnskabsprincipper som årsrapporten for 2013. Delårsrapporten indeholder ikke usædvan-

Peer group	2014 1. kvartal	2014 å.t.d.	12 mdr. p.a.	36 mdr. p.a.	60 mdr. p.a.	Levetid (168 mdr) p.a. akk.	
SmallCap Danmark A/S							
Forrentning af primo egenkapital før skat	4,9%	4,9%	26,0%	3,3%	14,0%	12,3%	406,2%
Forrentning af primo egenkapital efter skat	4,3%	4,3%	24,2%	2,1%	12,8%	11,0%	329,5%
Foreninger med danske small cap aktier							
Danske Invest Danmark Small Cap	2,8%	20,1%	19,5%	3,2%	1,4%	5,9%	122,0%
BIL Nordic Invest Danske Small Cap Aktier	4,8%	23,8%	29,8%	9,3%	3,7%	9,1%	240,3%
Foreninger med danske aktier generelt							
Bankinvest Danmark	-3,2%	6,8%	19,5%	8,1%	4,2%	-	-
Carnegie WW/Danske aktier	-0,6%	11,0%	25,3%	8,4%	6,1%	6,2%	130,9%
Danske Invest Danmark	-0,3%	13,0%	25,2%	7,0%	2,7%	6,0%	125,9%
Maj Invest Danske Aktier	-2,2%	9,6%	24,3%	8,2%	4,1%	-	-
Nykredit Invest Danske Aktier	-1,4%	10,3%	22,4%	6,6%	3,3%	-	-
SEB Invest Danmark	-1,9%	8,9%	21,8%	10,6%	5,6%	10,5%	302,5%

Kilde: Egne beregninger og FundCollect

lige usikkerheder ved indregning og måling.

Udviklingen i 1 kvartal

De 5 største positive bidragsydere til resultatet i 1. kvartal var Bio-Porto (8,8 mio. kr.), Rias (3,0 mio. kr.), TK Development (1,6 mio. kr.), Bang & Olufsen (0,8 mio. kr.) og BoConcept Holding (0,5 mio. kr.). Sammenlagt bidrog de pågældende investeringer med 14,7 mio. kr. Derudover har Investeringsforeningen SmallCap Danmark bidraget til resultatet med 4,4 mio. kr.

De 3 største negative bidragsydere i kvartalet var DLH (-1,7 mio. kr.), Liqtech (-0,7 mio. kr.) og Egetæpper (-0,3 mio. kr.). Disse investeringer tegnede sig for et samlet tab på 2,7 mio. kr.

Af større porteføljeændringer har selskabet i 1. kvartal købt aktier i Bang & Olufsen, BE Group og EAC/ØK. Beholdningen af aktier i Per Aarsleff, Solar, ALK og IC Companys er blevet solgt.

Selskabet havde ultimo 1. kvartal fire 10%-aktieposter (BoConcept, Egetæpper, DLH og Rias), som tilsammen vægter 62,9% af egenkapitalen.

Ledelsesændringer

SmallCap Danmark A/S meddelte d. 12. marts 2014, at selskabets administrerende direktør og grundlægger Jens Erik Høst havde opsagt sin stilling i selskabet, med henblik på at give plads for et generationsskifte. Christian Reinholdt, der har været ansat i SmallCap Danmark A/S siden 2006, overtog posten som ny administrerende direktør d. 24 marts 2014, hvilket var sammenfaldende med Jens Erik Høst fyldte 67 år.

Sigtelse for overtrædelse af værdipapirhandelsloven

SmallCap Danmark A/S og en direktør i selskabet blev i februar 2012 af Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet (SØIK) sigtet for kursmanipulation. Myndighederne vurderer, at selskabet ved en række mindre aktiehandlinger i december 2009, december 2010 og december 2011 har påvirket ultimo

kurserne for visse illikvide aktier i positiv retning.

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

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

Bestyrelsens og ledende medarbejderes ejerandel

Ved udgangen af 1. kvartal 2014 ejede medlemmer af bestyrelsen, ledende medarbejdere eller nærtstående hermed tilsammen 19,1% af den noterede aktiekapital, hvilket er en reduktion på 13,2%-point i forhold til ultimo 2013. Reduktionen skyldes at Jens Erik Høst ikke længere indgår i opgørelsen.

Bestyrelsens og ledende medarbejderes beholdning af aktier d. 31.03.14			
Antal aktier, stk.	Værdi, mio. kr.	% af kapital	Ændring siden d. 31.12.13, stk.
839.541	66,8	19,1%	-583.570

Begivenheder efter regnskabsperiodens udløb

Der er ikke indtruffet væsentlige begivenheder i SmallCap Danmark A/S efter 31. marts 2014.

Finanskalender, 2013

12. marts	Årsrapport 2013
24. april	Ordinær generalforsamling
24. april	Delårsrapport, 1. kvartal 2014
17. juli	Delårsrapport, 1. halvår 2014
23. oktober	Delårsrapport, 1-3. kvartal 2014

INVESTMENT CASES

Egetæpper (forbrugsgoder). SmallCap Danmark A/S ejer over 20% af aktiekapitalen.

Mio. kr.	2010/11	2011/12	2012/13	2. kvartal 2012/13	3. kvartal 2012/13	4. kvartal 2012/13	1. kvartal 2013/14	2. kvartal 2013/14	3. kvartal 2013/14
Omsætning	738	753	782	199	189	197	190	199	204
Vækst y/y	16.6%	2.0%	3.8%	5.5%	0.9%	2.2%	-3.1%	-0.4%	7.8%
EBIT	58	64	55	12	11	13	21	13	23.1
EBIT margin	7.8%	8.5%	7.0%	5.8%	5.9%	6.5%	11.0%	6.5%	11.3%
Resultat før skat	47	55	48	10	10	12	19	11	21
EPS	11	14	13						
Udbytte pr. aktie	3.0	3.0	5.1						
Dividend yield	2.9%	2.6%	3.4%						
PE	9.2	8.6	11.8						
EV/EBITA	6.3	6.3	8.1						
K/I/V	0.9	0.9	1.0						

Investmentcase: Egetæpper er en value og yield case. Egetæpper er en ledende spiller på det internationale Contract tæppemarked, der er et konjunkturfølsomt (sen cyklisk), modent, fragmenteret og konkurrencepræget marked. Egetæpper har en stærk markedsposition, et moderne produktionsapparat med en betydelig uudnyttet kapacitet (høj operationel gearing) og en stærk cash genererende forretningsmodel.

Egetæpper opjusterede forventningerne til indeværende år i 3. kvartalsmeddelelsen, hvor resultatet før skat blev opjusteret fra 50-60 mio. kr. til 60-70 mio. kr. svarende til knap 20%. De opjusterede forventninger virker meget realistiske og svarer til, at resultatet stiger med over 50% i 2013/14. Resultatfremgangen skyldes bl.a., at effektiviseringsgevinsterne fra lukningen af fabrikken i Vejle i 2012 nu slår fuldt igennem. Vi regner med 5% omsætningsvækst i de efterfølgende år og at EBIT marginalen vil stige fra 9,5% i indeværende regnskabsår til 10,1% i 2015/16 som følge af bedre kapacitetsudnyttelse.

Vores forventninger til de kommende år er mere forsigtige end Egetæppers mål i den ny strategi – Sustainable Carpet Design 2020 – der taler om en omsætningsvækst på 5-10% årligt og en EBIT marginal på 12%. Men målene er opnåelige i et positivt scenarior, hvor også den europæiske økonomi igen kommer ind i et

vækst forløb. Den nuværende kurs afspejler ikke disse målsætninger fuldt ud.

Cash Flow genereringen vil være betydelig i strategiperioden. Selv når Egetæpper lever op til sin udbyttepolitik (pay-out-ratio på 40%) og afholder et investeringsprogram (ikke behov for investering i kapacitetsudvidelse) på 40-50 mio. kr. vil cash flowet efter udbytte udgøre over 30 mio. kr. årligt. Egetæpper bliver gældfri med udgangen af 2013/14. Bestyrelsen har ikke været særlig præcis om, hvordan den overskydende likviditet skal bruges, men har indikeret, at der ikke skal være mere likviditet på balancen end nødvendigt.

Det stærke cash flow burde medføre en stigende returnering af cash til aktionærerne i de kommende år.

BoConcept Holding (forbrugsgoder). SmallCap Danmark A/S ejer over 10% af aktiekapitalen.

Mio. kr.	2010/11	2011/12	2012/13	2. kvartal 2012/13	3. kvartal 2012/13	4. kvartal 2012/13	1. kvartal 2013/14	2. kvartal 2013/14	3. kvartal 2013/14
Omsætning	1,001	1,022	1,026	278	251	250	247	282	255
Vækst y/y	10.0%	2.1%	0.4%	-3.1%	3.1%	-8.2%	0.0%	1.3%	1.4%
EBITA	35	39	20	9	5	4	-12	7	1.1
EBIT margin	3.5%	3.6%	1.9%	3.2%	2.0%	-1.4%	-4.7%	2.5%	0.4%
Resultat før skat	30	40	17	7	4	-3	-12	6	1
EPS	6	9	4						
Udbytte pr. aktie	2.0	2.0	0.0						
Dividend yield	1.2%	1.8%	0.0%						
PE	26.2	12.1	28.7						
EV/EBITA	16.7	10.0	18.4						
K/I/V	2.4	1.4	1.4						

Investmentcase: BoConcept er en investering i en vækstaktie, der er afhængig af en forbedring af konjunkturerne og forbrugertiliden især i Europa. BoConcept er en international retail orienteret konceptholder med et komplet produktprogram af møbler og livsstilsprodukter til private hjem i affordable luxury segmentet.

BoConcept kom med den ventede nedjustering i 3. kvartalsmeddelelsen. Selskabet venter nu kun 2% omsætningsvækst i

Selskab	Andel af egenkapital 31.03.2014	Afkast i 1. kvartal mio. kr.	Afkast i 1. kvartal %
Egetæpper	32,3%	-0,3	0,0%
BoConcept Holding	11,3%	0,5	0,0%
Rias	10,1%	3,0	5,3%
DLH	9,1%	-1,7	-5,4%
Topsil Semiconductor Mat.	8,7%	0,0	0,0%
Fem største aktier i alt (excl. Invf. SmallCap Danmark)*	71,5%	1,6	-
Invf. SmallCap Danmark	21,8%	4,4	6,7%
Fem største positioner i alt (incl. Invf. SmallCap Danmark)	84,6%	6,0	-

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

Kilde: Egne beregninger og FactSet

2013/14 og et negativt operationelt resultat på over 10 mio. kr., der dog indeholder engangsomkostninger på 5 mio. kr. til reorganisering af BoConcept med henblik på at øge salget, styrke effektiviteten og reducere antallet af lag i organisationen. Ændringerne vil reducere omkostningerne med 8 mio. kr. årligt fra 2014/15.

BoConcept er som mange andre retail selskaber ramt af ringe forbrugertillid i Europa, især i de store markeder Frankrig og Tyskland. De gennemførte organisationsændringer forekommer fornuftige og vil øge aktivitetsniveauet via en accelereret udvidelse af butiksnettet. Slankningen af organisationen vil give en tiltrængt forbedring af effektiviteten. Men en markant fremgang i indtjeningen kræver, at konjunkturerne og dermed forbrugertilliden forbedres. For de kommende par år regner vi med en vækst i omsætningen på ca. 5% om året, primært skabt uden for Europa, og at EBIT marginalen gradvist forbedres uden dog at nå et acceptabelt niveau inden for denne tidsramme. Mulighederne i forretningsmodellen er dog fortsat attraktive men i væsentlig grad også et spil på, at konjunkturerne og forbrugertilliden forbedres i Europa.

Rias (Industri). SmallCap Danmark A/S ejer over 25% af aktiekapitalen.

Mio. kr.	2010/11	2011/12	2012/13	1. halvår 2010/11	2. halvår 2010/11	1. halvår 2011/12	2. halvår 2011/12	1. halvår 2012/13	2. halvår 2012/13
Omsætning	261	240	238	114	148	116	124	106	132
Vækst y/y	16.8%	-8.0%	-2.9%	22.9%	12.5%	2.4%	-16.0%	-8.9%	6.8%
EBITA	11	6	2	3	8	3	4	-4.3	6.7
EBIT margin	4.3%	2.7%	1.0%	3.1%	5.2%	2.3%	3.1%	-4.1%	5.1%
Resultat før skat	11	6	2	3	8	3	4	-4	7
EPS	35	19	12						
Udbytte pr. aktie	10.0	10.0	20.0						
Dividend yield	2.4%	2.1%	4.0%						
PE	11.7	24.9	40.8						
EV/EBITA	7.9	14.7	38.5						
K/I/V	0.6	0.7	0.7						

Investmentcase: Rias er en forholdsvis defensiv investering i en mindre dansk cash genererende distributør inden for plast produkter til industrien og byggeriet (DIY), hvor selskabet dog har en betydelig markedsandel i nichen.

Investment casen er styrket med selskabets opjustering i 1. kvartalsmeddelelsen i januar. De to storme i efteråret 2013 samt en mere aggressiv salgsindsats som resultat af det iværksatte forandringsprojekt har ført til øget vækst. Rias har opgraderet salgsfunktionerne, herunder oprettet eget salgskontor i Sverige (2 personer foreløbig). Det har ført til nye kunder i Danmark ligesom Sverige vil komme til at bidrage i de kommende år.

Vi opjusterede forventningerne til omsætningsvæksten med 1-2%-point pr. år som følge af succesen med at øge salgsindsatsen. Rias har fokus på effektivitet og melder om yderligere reduktioner i kapacitetsomkostninger i forhold til omsætningen på trods af opgradering af salgsfunktionerne. Vi regner med knap 2%-point forbedring herfra på EBIT margin for 2013/14. Stigende omsætning i de efterfølgende år vil via den operationelle leverage forbedre EBIT marginalen yderligere. Rias vil få fuld glæde af nedsættelsen af den danske selskabsskatteprocent til 22%, da stort set al indtjening skabes i Danmark. Rias generer et cash flow før udbyttebetaling på 8-10 mio. kr. selv om Rias vil binde flere penge i arbejdskapitalen i takt med den stigende aktivitet. Det lover godt for et stigende udbytte for de kommende år.

DLH (industri). SmallCap Danmark A/S ejer over 10% af aktiekapitalen.

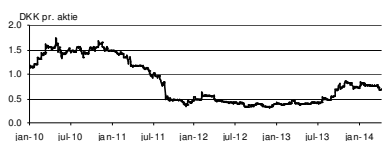
Mio. kr.	2011	2012	2013	3. kvartal 2012	4. kvartal 2012	1. kvartal 2013	2. kvartal 2013	3. kvartal 2013	4. kvartal 2013
Omsætning	2.620	2.248	2.048	551	521	457	601	524	466
Vækst y/y	-16.2%	-14.2%	-8.9%	-10.0%	-14.5%	-19.4%	-1.3%	-4.9%	-10.6%
EBITA	51	-14	-182	-1	-15	-13	6	-5	-28
EBIT margin	1.9%	-0.6%	-8.9%	1.7%	1.1%	-2.8%	0.9%	-1.0%	-5.9%
Resultat før skat	4	-57	-199	-8	-30	-21	-3	-13	-20
EPS	0	-1	-4						
Udbytte pr. aktie	0.0	0.0	0.0						
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%						
PE	neg	neg	neg						
EV/EBITA	17.5	neg	neg						
K/I/V	0.4	0.3	0.9						

Investmentcase: DLH er under afvikling. De enkelte forretningsområder er sat til salg. Kurspotentialer består i, at der ved frasalg minimum opnås bogførte værdier for de enkelte forretningsområder.

Regnskabet for 2013 er opgjort efter helt specielle regnskabsstandarder (IFRS 5), hvilket indebærer, at alle aktiver vurderes lavest muligt (laveste af bogført værdi eller fair value fratrukket salgskostninger). Endvidere rummer regnskabet en nedskrivning af alle immaterielle aktiver (150 mio. kr.). Denne konservative opgørelse af aktiverne fratrukket udestående gældsposter viser en værdi på godt 6 kr. pr. aktie. Hvis det lykkes at sælge de enkelte forretningsområder som operative forretninger frem for blot et salg af aktiverne kan værdien stige til 8 kr. pr. aktie. Der vil altid være usikkerhed om de bogførte eller højere værdier kan realiseres ved et salg. Salgsprocessen er i gang. Vi tror, at frasalgene forventes gennemført fra 2. kvartal og 12 måneder. Provenuet skal først bruges til at få gælden bragt ud af verden. Herefter returneres provenuet til aktionærerne.

Topsil (informationsteknologi). SmallCap Danmark A/S ejer over 5% af aktiekapitalen.

Mio. kr.	2011	2012	2013	3. kvartal 2012	4. kvartal 2012	1. kvartal 2013	2. kvartal 2013	3. kvartal 2013	4. kvartal 2013
Omsætning	367	290	312	63	73	71	87	79	75
Vækst y/y	-19,6%	-21,2%	7,8%	-27,3%	-15,4%	-9,9%	14,9%	26,8%	3,0%
EBITA	6	-14	-6	-8	-8	-2	5	-3	-6
EBITA margin	1,6%	-4,8%	-2,1%	-12,9%	-10,6%	-3,4%	5,4%	-3,9%	-7,5%
Resultat før skat	-3	-18	-13	-8	-8	-5	1	-2	-8
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	-44,5	-8,3	-41,6						
EV/EBITA	49,1	-27,3	-89,3						
K/V	0,6	0,5	1,0						



Regnskabet for 2013 var som ventet, men guidance for 2014 var markant under vores estimat. Topsil venter ingen vækst i omsætningen og en indtjening mindst på niveau med 2013. Den manglende omsætningsvækst skyldes en intensiv priskonkurrence forårsaget af overkapacitet i industrien. Det forsinket tidspunkt, hvor Topsil når en normaliseret indtjening, med skønsmæssigt 12 måneder. Topsil har kontrol over de områder, som de selv kan styre. Omkostningerne er under kontrol og overflytning af produktionen til den nye fabrik forløber planmæssigt.

På trods af de lavere forventninger vil arbejdskapitalen blive kraftigt reduceret i 2014. I forbindelse opførelsen og flytning til den nye fabrik har Topsil haft et betydeligt sikkerhedslager, der nu vil kunne normaliseres. Herved frigøres 45 mio. kr. til nedbringelse af gælden. For de følgende to år vil cash flowet også være positivt mellem 10-25 mio. kr. Ultimo 2016 er den finansielle gearing kommet ned på komfortable 1,5x.

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) monokrystalinsk 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 mellem-spændingskomponenter. Topsil er den eneste 100% dedikerede spiller inden for området.

LEDELSESPÅTEGNING

Ledelsen har dags dato behandlet og godkendt delårsrapporten for perioden 1. januar - 31 marts 2014 for SmallCap Danmark A/S.

Delårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med IAS 34 som godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav til delårsrapporter for børsnoterede selskaber. Delårsrapporten er aflagt efter samme regnskabspraksis som koncernregnskabet for 2013. Delårsrapporten er ikke revideret og ikke reviewet af selskabets revisor.

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

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

København, den 24. april 2014

Direktion

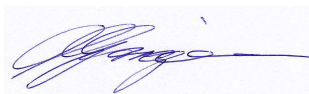


Christian Reinholdt

Bestyrelse



Niels Roth, formand



Merete Jørgensen



Per Søndergaard Pedersen

Delårsrapport 1. januar – 31. marts 2014

(tkr.)	2014 1. kvartal	2014 å.t.d.	2013 1. kvartal	2013 å.t.d.	2013
Resultatopgørelse					
Investeringsresultat	18.961	18.961	11.047	11.047	76.317
Finansielle poster, netto	-720	-720	-348	-348	-1.576
Driftsomkostninger	-2.605	-2.605	-1.864	-1.864	-7.490
- Heraf bonus	0	0	0	0	0
Resultat før skat	15.636	15.636	8.835	8.835	67.251
Skat af periodens resultat	-1.892	-1.892	0	0	-3.169
Periodens resultat	13.744	13.744	8.835	8.835	64.082
Totalindkomst	13.744	13.744	8.835	8.835	64.082
Resultat pr. aktie og resultat pr. aktie udvandet, kr.	3,3	3,3	2,0	2,0	14,9
Aktiver					
Materielle aktiver i alt	233	233	0	0	258
Værdipapirer	367.810	367.810	315.727	315.727	378.849
Udskudt skatteaktiv	18.108	18.108	23.000	23.000	20.000
Langfristede aktiver i alt	386.151	386.151	338.727	338.727	399.107
Tilgodehavender	261	261	5.607	5.607	412
Likvide beholdninger	922	922	884	884	4.348
Kortfristede aktiver i alt	1.183	1.183	6.491	6.491	4.760
Aktiver i alt	387.334	387.334	345.218	345.218	403.867
Passiver					
Egenkapital i alt	328.368	328.368	285.115	285.115	317.582
Langfristede gældsforpligtelser i alt	0	0	0	0	0
Gæld til kreditinstitutter	53.934	53.934	56.956	56.956	82.116
Andre gældsposter	5.032	5.032	3.147	3.147	4.169
Kortfristede gældsforpligtelser i alt	58.966	58.966	60.103	60.103	86.285
Passiver i alt	387.334	387.334	345.218	345.218	403.867
Egenkapitalopgørelse					
Egenkapital primo	317.582	317.582	279.229	276.760	284.583
Totalindkomst	13.744	13.744	20.128	41.899	64.082
Bevægelser med aktionærerne	-2.958	-2.958	-2.193	-21.495	-31.083
Egenkapital ultimo	328.368	328.368	297.164	297.164	317.582
Pengestrømsopgørelse					
Pengestrømme fra drift	7.415	7.415	-4.313	-4.313	-1.254
Pengestrømme fra investeringsaktiviteter	20.301	20.301	-17.536	-17.536	-19.511
Pengestrømme fra finansieringsaktiviteter	-31.141	-31.141	22.265	22.265	24.644
Periodens forskydning i likvide beholdninger	-3.425	-3.425	416	416	3.880
Likvide beholdninger primo	4.347	4.348	468	468	468
Likvide beholdninger ultimo	922	922	884	884	4.348
Nøgletal					
Omkostningsprocent, excl. bonus og extraord. omkst.	0,79%	0,79%	0,66%	0,66%	2,61%
Omkostningsprocent, incl. bonus og extraord. omkst.	0,79%	0,79%	0,66%	0,66%	2,61%
Indre værdi pr. aktie (BVPS), kr.	79,6	79,6	65,7	65,7	76,2
Børskurs ultimo pr. aktie, kr.	73,5	73,5	57,0	57,0	64,5
Cirkulerende antal aktier ultimo (1.000 stk.)	4.124	4.124	4.340	4.340	4.168

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 svaghestegn.

Hvorfor vælge SmallCap Danmark A/S?

- Small cap fokus er en konkurrencefordel – Mange small cap selskaber er underanalyserede og har kun perifer opmærksomhed blandt børs-mæglere 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 investeringsteam har mange års erfaring med small cap investering og har et højt kendskab og gode relationer til virksomhederne. Siden starten i april 2000 har vi opnået et gennemsnitligt årligt afkast på 12,1% før skat – danske aktier er i gennemsnit stegt med 6,6% p.a.
- Uafhængig af andre økonomiske interesser – Modsat mange andre er vores forretningsmodel ikke volumenbaseret – hos os tilfalder skalafordele 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.
- Bestyrelse og ledelse med stort økonomisk engagement – De har samlet investeret 75,4 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

