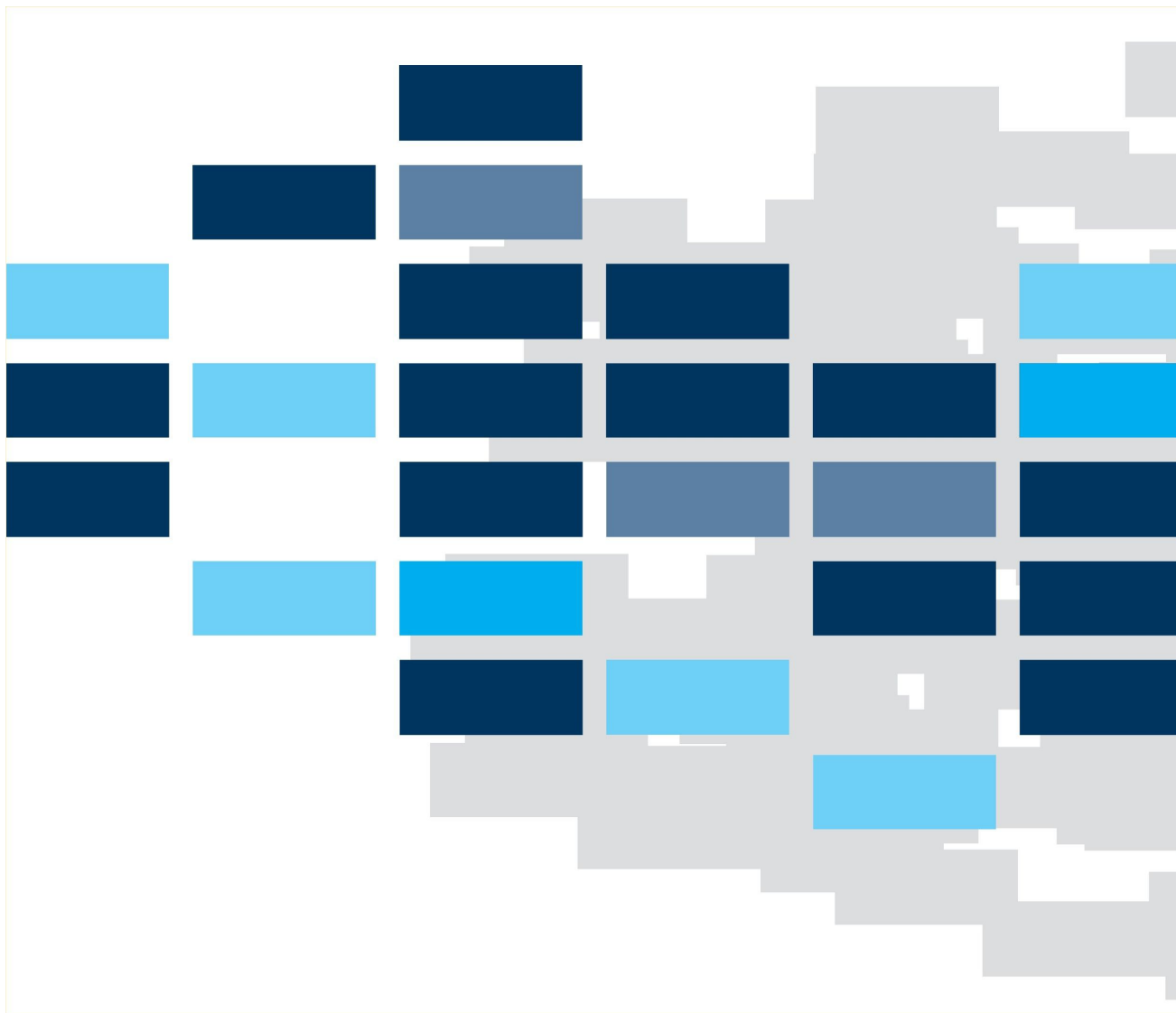




INVESTORORIENTERING 2016

Orientering om resultatudviklingen i 2016
Foreningens årsrapport findes på www.smallcap.dk



Investeringsforeningen
SmallCap Danmark

Kære medlem

Investeringsforeningen SmallCap Danmark realiserede i 2016 et resultat på 0,9 mio. kr. Det svarer til et afkast på 0,9%. OMXCXC20-indekset, som er foreningens benchmark, steg med 5,0% i 2016. Foreningen underperformede således sit benchmark med 4,1%-point, i øvrigt efter at foreningen i 2015 klarede sig bedre end sit benchmark med tilsvarende 4,1%-point.

Generelt klarede mid og small cap aktierne sig væsentlig bedre end de mest likvide aktier i OMXC20 indekset, der samlet faldt med 12,8% i 2016. Mid og small cap aktierne (OMXCXC20) outperformede de mest likvide aktier (OMXC20) med 17,8%-point.

De globale aktiemarkeder var meget volatile i 2016. Men et positivt 2. halvår afløste den svage start på året, således at de fleste markeder opnåede positive afkast. MSCI World indekset (local currency) kom ud af året med en stigning på 6,8%. De finansielle markeder var generelt præget af geopolitiske forhold så som Brexit i juni og det amerikanske præsidentvalg i november, der meget overraskende førte til valget af Donald Trump. Markederne lagde dog hurtigt den umiddelbare nervøsitet op til disse afstemninger bag sig. Centralbankerne holdt renterne i ro på de ekstremt lave niveauer og konjunkturerne i de vestlige lande var under bedring. Samtidig viste selskaberne generelt gode resultater og høj cash flow generering, hvilket understøttede aktiemarkederne.

Det danske aktiemarked var en negativ undtagelse herfra. Det markante kursfald i indekstunge Novo Nordisk (som følge af en skærpet priskonkurrence på det amerikanske marked) på 36% er dog en væsentlig del af forklaringen på det samlede fald på 12,8% i OMXC20.

Starten på 2017 har været positiv på trods af betydelig, især geopolitisk usikkerhed, bl.a. den konkrete udformning af Trumps økonomiske politik, effekterne af Brexit og ikke mindst en række forestående valg i Europa, herunder i Frankrig og Tyskland. Til gengæld er konjunkturerne i de vestlige lande under bedring og virksomhederne har generelt en positiv indtjeningsudvikling. Det indebærer en øget sandsynlighed for stigende renter og en strammere pengepolitik, i første omgang i USA. Den amerikanske centralbank FED ventes således at hæve renten flere gange i løbet af 2017, men det har de finansielle markeder allerede i vid udtrækning taget højde for. Samlet vurderet synes det fornuftigt med en betydelig eksponering i aktier. Vi vurderer, at mid og small cap aktierne har det største potentiale, da disse selskaber typisk får størst glæde af et økonomisk op-sving. Der vil dog være en betydelig usikkerhed hen over året, der kan give udsving i aktiekurserne.

Bestyrelsen vil indstille til generalforsamlingen, at der, i lighed med 2015, ikke udbetales udbytte for 2016.

København d. 8. marts 2017

Niels Roth
Formand for bestyrelsen

HOVED- OG NØGLETALSOVERSIGT

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Resultatopgørelse (t.kr.)						
Renter og udbytter	6.762	4.468	1.285	2.973	6.188	2.789
Kursgevinster og kurstab	-54.200	5.962	36.503	-6.381	34.143	80
Administrationsomkostninger	-2.428	-2.597	-2.799	-2.753	-3.566	-1.944
- Heraf ord. driftsomkostninger	-2.768	-2.847	-2.799	-2.753	-2.522	-2.292
- Heraf bonus	340	249	0	0	-1.044	348
Resultat før skat	-49.866	7.833	34.989	-6.161	36.765	925
Skat	-91	-64	-55	855	0	0
Nettoresultat	-49.957	7.769	34.934	-5.306	36.765	925
Balance (t.kr.)						
Likvider	9.277	9.925	6.521	9.419	6.973	3.728
Kapitalandele	133.508	130.123	114.065	91.462	116.683	115.862
Andre aktiver	160	6	5	87	120	162
Aktiver i alt	142.945	140.055	120.591	100.968	123.776	119.752
Medlemmernes formue	138.889	139.450	119.576	99.450	120.680	117.225
Anden gæld	4.056	604	1.015	1.518	3.096	2.526
Passiver i alt	142.945	140.055	120.591	100.968	123.776	119.751
Nøgletal						
Afkast	-27,1%	5,5%	36,2%	-5,1%	40,9%	0,9%
Ændring i OMXCXC20	-25,8%	14,1%	45,5%	4,1%	36,8%	5,0%
Resultat pr. andel, kr.	-2.470	384	2.599	-441	3.682	100
Omkostningsprocent, ordinære omkst. excl. bonus	1,69%	1,97%	2,58%	2,25%	2,34%	2,09%
Omkostningsprocent, ordinære omkst. incl. bonus	1,48%	1,79%	2,58%	2,25%	3,31%	1,79%
Udbytte pr. andel, kr.	0	0	0	0	0	0
Indre værdi pr. andel, kr. ultimo	6.665	7.031	9.578	9.092	12.814	12.927
Børskurs pr. andel, kr. ultimo	6.540	6.825	9.357	8.950	12.712	12.811
Cirkulerende andele, stk. ultimo	20.839	19.834	12.484	10.938	9.418	9.068

Kilde: Egne beregninger og Factset

LEDELSENS ÅRSBERETNING

I 2016 realiserede Investeringsforeningen SmallCap Danmark et resultat på 0,9 mio. kr. (2015: 36,8 mio. kr.). Resultatet for 2016 svarer til et afkast på 0,9% (2015: 40,9%). OMXCXC20 indekset, som er foreningens benchmark, steg med 5,0% i 2016 (2015: 36,8%). Foreningen underperformede således sit benchmark med 4,1%-point.

For 4. kvartal 2016 realiserede Investeringsforeningen SmallCap Danmark et negativt resultat på 2,3 mio. kr. (4. kvartal 2015: +18,6 mio. kr.). Resultatet for 4. kvartal svarer til et negativt afkast på 1,9% (4. kvartal 2015: +18,1%). OMXCXC20 faldt med 0,3% i 4. kvartal 2016 (4. kvartal 2015: +10,7%). Foreningen underperformede således sit benchmark med 1,7 %-point i 4. kvartal 2016 (outperformede med 7,4%-point i 4. kvartal 2015).

De globale aktiemarkeder var meget volatile i 2016. Men et positivt 2. halvår afløste den svage start på året således, at de fleste markeder opnåede positive afkast. MSCI World indekset (local currency) kom ud af året med en stigning på 6,8%. De finansielle markeder var generelt præget af geopolitiske forhold så som Brexit i juni og det amerikanske præsidentvalg i november, der meget overraskende førte til valget af Donald Trump. Markederne lagde dog hurtigt den umiddelbare nervøsitet op til disse afstemninger bag sig. Centralbankerne holdt renterne i ro på de ekstremt lave niveauer og konjunkturerne i de vestlige lande var under bedring. Samtidig viste selskaberne generelt gode resultater og højt cash flow, hvilket understøttede aktiemarkederne.

Det danske aktiemarked var en negativ undtagelse herfra med et fald i OMXC20 indekset på 12,8%. Det markante kursfald i indekstunge Novo Nordisk (som følge af skærpet priskonkurrence på det amerikanske marked) på 36% er dog en væsentlig del af forklaringen. Med en stigning i

OMXCXC20 indekset på +5,0% outperformede mid- og small cap aktierne de mest likvide aktier i OMXC20 med 17,8%-point.

Foreningens resultat er sammensat af et investeringsafkast på 2,9 mio. kr. (2015: 40,3 mio. kr.) fratrasket ordinære driftsomkostninger på 2,3 mio. kr. (2015: 2,5 mio. kr.). Som følge af foreningens underperformance er der, i henhold til kriterierne i incitamentssystemet, tilbageført 0,3 mio. kr. af tidligere hensat bonus. For 2015 blev der hensat 1,0 mio. kr. i bonus som følge af årets outperformance, hvoraf en trediedel nu er tilbageført i henhold til incitamentsprogrammets tre årige måleperiode.

Den ordinære omkostningsprocent for regnskabsåret 2016 udgjorde 2,1% (2015: 2,3%).

Medlemmernes formue pr. 31. december 2016 var på 117,2 mio. kr. (2015: 120,7 mio. kr.). Dette svarer til en indre værdi på 12.927 kr. pr. investeringsforeningsandel (2015: 12.814 kr.).

I løbet af 2016 blev antallet af cirkulerende investeringsforeningsandele via indløsning reduceret fra 9.418 ultimo 2015 til 9.068 ultimo 2016. Der blev således indløst 350 investeringsforeningsbeviser i løbet af 2016, svarende til 3,7% af den cirkulerende mængde primo året. Ultimo 2016 ejede SmallCap Danmark A/S koncernen 60,7% af de udestående investeringsbeviser.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der, i lighed med 2015, ikke udbetales udbytte for 2016.

Årsrapporten er aflagt efter samme regnskabsprincipper som årsrapporten for 2015. Årsrapporten indeholder ikke usædvanlige usikkerheder ved indregning og måling. Foreningen har i lighed med tidligere år ikke anvendt afledte finansielle instrumenter i 2016.

Afkast og renter	2012	2013	2014	2015	2016	36 mdr. p.a.	60 mdr. p.a.	Levetid (128 mdr.) p.a.	akk.
Investeringsforeningen SmallCap Danmark	5,5%	36,2%	-5,1%	40,9%	0,9%	10,5%	14,2%	3,0%	33,0%
OMXCXC20	14,1%	45,5%	4,1%	36,8%	5,0%	14,4%	19,9%	1,6%	16,4%
OMXC20	27,2%	24,1%	20,9%	36,2%	-12,8%	12,8%	17,8%	8,5%	119,8%
OMXC	24,2%	28,0%	17,6%	29,3%	-7,9%	11,9%	17,3%	6,9%	90,5%
DAX	24,4%	25,5%	2,7%	9,6%	6,9%	6,3%	14,2%	6,9%	90,2%
S&P 500	13,4%	29,6%	11,4%	-0,7%	9,5%	6,6%	12,2%	5,7%	70,6%
Russell 2000	14,6%	37,0%	3,5%	-5,7%	19,5%	5,3%	12,9%	6,0%	75,2%
Nikkei 225	22,9%	56,7%	7,1%	9,1%	0,4%	5,5%	17,7%	1,1%	11,4%
MSCI World, local currency	13,1%	26,3%	7,7%	0,2%	6,8%	4,8%	10,5%	2,9%	32,2%
Rente på 10 årige statsobligationer	01.01.2012	01.01.2013	01.01.2014	01-01-2015	01-01-2016	31-12-2013	31-12-11	05.05.06	05.05.06
Danmark	1,6%	1,0%	2,0%	0,8%	0,9%	2,0%	1,6%	4,1%	4,1%
Tyskland	1,8%	1,3%	1,9%	0,5%	0,6%	1,9%	1,8%	4,0%	4,0%
USA	1,9%	1,8%	3,0%	2,2%	2,3%	3,0%	1,9%	5,1%	5,1%

Udviklingen i aktieporteføljen i 2016

2/3 af aktierne i porteføljen bidrog positivt til resultatet for 2016.

De største positive bidragsydere til årets resultat var Brdr. Hartmann (2,4 mio. kr.), Vitrolife (1,9 mio. kr.), Spar Nord Bank (1,4 mio. kr.), BoConcept (1,3 mio. kr.) og Rockwool (1,1 mio. kr.). Samlet bidrog de pågældende investeringer med 8,1 mio. kr.

De tre største negative bidragsydere til årets resultat var IC Group (-3,2 mio. kr.), Monberg & Thorsen (-1,8 mio. kr.) og Santa Fe Group (-1,5 mio. kr.). Samlet tegnede pågældende aktier sig for et tab på 6,5 mio. kr.

Investeringsforeningen SmallCap Danmark solgte sine aktier i Boconcept i forbindelse med købstilbuddet på 500 kr. pr. aktie i juli måned. Endvidere er aktierne i Cemat (tidligere Topsil) solgt. Herudover har foreningen reduceret i Vitrolife efter meget store kursstigninger. Foreningen har anlagt nye positioner i Per Aarsleff, Monberg & Thorsen og cBrain og øget eksponeringen i Attendo. Herudover er der tale om mindre tilpasninger.

Investeringsforeningen SmallCap Danmark, investeringer og afkast 2016

Selskab	31.12.15 Andel af formue	31.12.15 Beholdning mio. kr.	2016 køb/salg mio. kr.	2016 Afkast mio. kr.	31.12.16 Beholdning mio. kr.	31.12.16 Andel af formue
1 Brdr. Hartmann	6,9%	7,4	+0,8	+2,4	10,6	9,0%
2 Santa Fe Group	10,7%	11,5	+1,0	-1,5	9,0	7,6%
3 ALK-Abello	5,3%	5,7	+1,3	+0,3	7,4	6,3%
4 Matas	3,7%	4,0	+4,7	-1,4	7,2	6,2%
5 IC Group	8,3%	8,8	+0,9	-3,2	6,5	5,5%
I alt 2016 top 5	34,9%	37,3	8,8	-3,4	40,6	34,6%
6 Alm. Brand	5,2%	5,6	-1,1	+1,0	5,4	4,6%
7 Per Aarsleff	0,0%	0,0	+5,1	+0,2	5,3	4,5%
8 Øssur	4,4%	4,7	-0,0	+0,3	5,0	4,3%
9 Spar Nord Bank	3,4%	3,7	-0,2	+1,4	4,9	4,1%
10 Duni	5,2%	5,6	-0,2	-0,7	4,7	4,0%
I alt 2016 top 10	53,1%	56,9	12,4	-1,3	65,9	56,1%
Øvrige	42,2%	59,8	-16,1	4,1	49,9	42,7%
I alt	95,3%	116,7	-3,7	+2,9	115,9	98,8%

Kilde: Egne beregninger

Sammenligning med andre investeringsforeninger

Afkastene iblandt andre investeringsforeninger, der fokuserer på danske small cap selskaber svingede mellem 0,9% og 5,9% i 2015, mens aktivt forvaltede foreninger med et bredt fokus på danske aktier bredt gav et afkast på mellem -0,1% og 6,1%. Investeringsforeningen SmallCap Danmark gav et afkast på 0,9%.

Bestyrelsens og ledende medarbejderes ejerandel

Ultimo 2016 ejede foreningens daglige ledelse og bestyrelse i alt 450 stk. beviser i foreningen mod 578 beviser ultimo 2015.

Bestyrelsen og ledelsens beholdning af beviser pr. 31. december 2016

	Antal beviser, stk.	Ændring siden 31.12.14	Kursværdi, t.kr.	% af kapital
Investeringsteam	450	-128	5.817	5,0%
Bestyrelse	0	-	0	0,0%
I alt	450	-128	5.817	5,0%

Tiltale for kursmanipulation

Københavns Byret afsagde d. 28. februar 2017 dom i Anklagemyndighedens sag mod foreningen om kursmanipulation. Domstolen frifandt foreningen i alle tiltalepunkter.

Anklagemyndigheden har nu frem til d. 14. marts 2017 til at tage stilling til en eventuel anke.

Sagen er nærmere beskrevet i selskabets børsmeddelelser nr. 03.2012, nr. 07.2012, nr. 05.2015 og nr. 04.2017.

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

Afkast i sammenlignelige investeringsforeninger	2012	2013	2014	2015	2016	36 mdr. p.a.	60 mdr. p.a.	Levetid (128 mdr.) p.a.	akk.
Investeringsforeningen SmallCap Danmark	5,5%	36,2%	-5,1%	40,9%	0,9%	10,5%	14,2%	3,0%	33,0%
Danske Invest Danmark Indeks Small Cap	4,1%	47,8%	5,0%	40,1%	5,9%	15,9%	19,1%	6,1%	88,9%
Dexia Invest Small Cap	14,9%	68,2%	6,6%	64,3%	2,6%	21,6%	28,3%	10,3%	185,9%
Bankinvest Danmark	24,2%	31,0%	20,5%	31,6%	16%	17,2%	21,3%	6,0%	85,7%
Carnegie WW/Danske aktier	26,0%	38,1%	18,8%	33,2%	-0,1%	16,5%	22,4%	9,8%	172,3%
Danske Invest Danmark	22,9%	42,4%	23,7%	36,8%	0,1%	19,2%	24,3%	8,8%	145,5%
Maj Invest Danske Aktier	26,0%	35,7%	15,3%	31,3%	1,3%	15,3%	21,3%	8,8%	146,0%
Nykredit Invest Danske Aktier	24,5%	36,2%	17,2%	32,7%	6,1%	18,2%	22,8%	8,2%	131,1%
SEB Invest Danmark	24,2%	31,9%	19,5%	33,7%	2,0%	17,7%	21,7%	9,8%	172,2%

Kilde: Egne beregninger og Fundcollect

Begivenheder efter regnskabsperiodens udløb

Udover den ovenfor beskrevne dom i Københavns Byret er der ikke indtruffet væsentlige begivenheder i Investeringsforeningen SmallCap Danmark efter d. 31. december 2016.

Forventninger til 2017

Starten på 2017 har været positiv på trods af betydelig, især geopolitisk usikkerhed, bl.a. den konkrete udformning af Trumps økonomiske politik, effekterne af Brexit og ikke mindst en forestående række valg i Europa, herunder i Frankrig og Tyskland.

Til gengæld er konjunkturerne i de vestlige lande under bedring og virksomhederne har generelt en positiv indtjeningsudvikling. Det indebærer en øget sandsynlighed for stigende renter og en strammere pengepolitik, i første omgang i USA. Den amerikanske centralbank FED ventes således at hæve renten flere gange i løbet af 2017, men det har de finansielle markeder allerede i vid udtrækning taget højde for.

Samlet vurderet synes det fornuftigt med en betydelig eksponering i aktier. Vi vurderer, at mid og small cap aktierne har det største potentiale, da disse selskaber typisk får størst glæde af et økonomisk opsving. Der vil dog være en betydelig usikkerhed hen over året, der kan give udsving i aktiekurserne.

Finanskalender, 2017

8. marts	Årsrapport 2016
24. april	Ordinær generalforsamling
24. april	Delårsrapport, 1. kvartal 2017
17. juli	Delårsrapport, 1. halvår 2017
25. oktober	Delårsrapport, 1-3. kvartal 2017

Investment cases

Brdr. Hartmann. De positive langsigtede indtjeningsforventninger er i høj grad drevet af en positiv efterspørgselsudvikling i Americas, drevet af demografi og konvertering fra plastik til støbepap i Nordamerika, demografi og stigende urbanisering i Brasilien og Argentina samt en voksende middelklasse i de to lande, der typisk medfører øget brug af emballerede fødevarer såsom æg i 6 stk's emballage. De to nye fabrikker i henholdsvis Brasilien og Argentina (baseret på Hartmanns egen teknologi) er ved at være fuldt indkørte. US fabrikken vil kunne begynde produktionen i H1 2017 med en indkøringsperiode på 2-3 måneder. I Europa har Hartmann fokus på effektiviseringer. Tiltagene er nu begyndt at vise sig i tallene. EBIT margin for den europæiske del af forretningen fra steg 8,5% i 3. kvartal 2015 til 10,6% i 3. kvartal 2016. Forbedringen skyldes bl.a. de positive effekter fra nedlukningen af den tyske fabrik men også den høje kapacitetsudnyttelse. Det europæiske marked viste volumenvækst, hvilket indebar, at Hartmann har produceret med fuld kapacitetsudnyttelse. Der er dog fortsat overkapacitet i det europæiske marked, hvilket betød prispress i 3. kvartal på ca. 2%. Hartmann foretager mindre investeringer i kapacitetsudvidelse i Europa på de eksisterende fabrikker (Kroatien, Tønder og Ungarn). Kapacitetsudvidelsen i både Europa og især i Americas er forudsætningen for de kommende års omsætningsvækst. Hartmanns større fokus på vækst truer dog ikke yield casen. Hartmann fastholdt et udbytte på 9,5 kr. pr. aktie for 2015 og tilkendegiver, at der absolut ikke er planer at ændre udbyttepolitikken p.t.a. det høje investeringsniveau på 300-325 mio. kr. i 2016.

Santa Fe Group. Investment casen blev lidt svækket i 2016, da Brexit lagde en effektiv dæmper på aktiviteten for UK baserede selskaber. Herudover var markederne generelt svage. Det ændrer dog ikke væsentligt ved den langsigtede investment case, der uændret er baseret på forventning om en vellykket turnaround af Moving Services og betydelig 2-cifret vækst i højmarginale området Relocation Ser-

vice. Santa Fe er godt i gang med at få de grundlæggende forhold på plads i kraft af etableringen af en central indkøbsfunktion i Moving Services, fortsat nedbringelse af omkostningerne, der blev reduceret med 16,5 mio. EUR i 2016 til 135,6m EUR, udflytning af de første 25 medarbejdere i backoffice funktioner til Manila med mulighed for flytning af yderligere backoffice funktioner i de kommende år, den fortsatte nedbringelse af netto arbejdskapitalen samt beslutningen om indførelse af en ny teknologiplatform, baseret på "Sales-Force" systemet, der er under indkøring. Der vil altid være usikkerhed om en turnaround lykkes fuldt ud, ligesom timingen i fremgangen er forbundet med usikkerhed. Brexit har bidraget til usikkerheden på kort sigt men kan også give nye muligheder på lidt længere sigt, hvis Brexit får mange virksomheder til at flytte aktiviteter ud af UK. Vi mener uændret, at Santa Fe rummer de rette elementer til en succesfuld turnaround over de kommende år, og at det vil resultere i en stigende aktiekurs.

ALK. 2016 var et usædvanligt positivt år på omsætning og indtjening, da ALK nød godt af Stallergens produktionsproblemer i starten af 2016. 2016 var dog også året, hvor Merck opsagde partnerskabsaftalen for US med den begrundelse, at allergi området falder uden for Mercks nye strategiske fokus. 2017 bliver på mange områder et transformations år med betydelig usikkerhed om dels udviklingen i Europa efter, at Stallergen er tilbage, dels ALKs håndtering af det amerikanske marked efter ophør af partnerskabsaftalen med Merck. Grundlæggende er den langsigtede Investment case ikke ændret. Den er fortsat bygget op om succes for husstøvmide produktet ACARIZAX i alle tre rapporteringsregioner. Men vejen til succes er blevet længere. ALKs beslutning om at øge omkostningerne med 275 mio. kr. i 2017, primært i salg og marketing og samtidig øge investeringerne med 150-200 mio. kr. medfører markant indtjeningsnedgang i 2017 og udskyder tidspunktet for et indtjeningsniveau, der i sig selv retfærdiggør den nuværende kurs. Det er dog vigtig at understrege, at forventningen

til ACARIZAXs penetrering af markederne ikke er ændret. Det er ALKs håndtering, der er ændret. Produktet blev først introduceret i Danmark og Tyskland. ACARIZAX er nu det mest foreskrevne produkt for nye voksne patienter i Danmark og Tyskland og er foran på den forventede penetreringskurve. I alt 25.000 patienter bruger nu ACARIZAX. ACARIZAX er for nylig lanceret i Slovakiet, Sverige, Finland, Frankrig, Schweiz, Australien og Japan. Spanien og Holland er de næste lande, hvor ACARIZAX bliver lanceret. Det er helt afgørende for investment casen, at disse lanceringer samt de næste europæiske lande bliver succesfulde. I Nordamerika har ALK netop fået godkendt ACARIZAX, således at lancering kan påbegyndes i 2018. ALK har i første omgang besluttet at opbygge egen salgsorganisation og har foreløbig ansat 50 nye medarbejdere, som indgår i ALKs nuværende organisation. Det er en væsentlig årsag til den markante stigning i omkostningerne. Internationalt er ALK lige på trapperne med de første lanceringer (Japan og Australien). Vigtigt i investment casen er også ALKs bestræbelser på at globalisere selskabet med en stærk portefølje af standardiserede evidens baserede produkter (tabletter) samtidig med, at virksomheden via simplificering gøres mere effektiv. Mange små spillere er under voldsomt pres som følge af myndighedernes stigende compliance krav, herunder kravet om evidens baserede produkter. Det helt store potentiale for HDM opstår, hvis tabletten også kan anvendes til behandling af astma. ALK sætter en astma børnestudie i gang i Europa i 2017.

Matas fremstår som en attraktiv udbytte aktie. Vækstudsigtene er meget beskedne, men cash flow genereringen er særdeles stærk. Det direkte afkast er på over 6%. Matas er Danmarks største detailforhandler inden for skønheds- og sundhedsprodukter. Matas har 4 forretningsområder 1) Beautyshop, 2) Vital Shop, 3) Material Shop og 4) Matas MediCare. Matas kæden består af 273 Matas butikker, udelukkende i Danmark. Hertil kommer 13 associerede butikker, som Matas stille og roligt indlemmer i kæden (generations-

skifter). Like-for-like væksten var 1.3% i det netop overståede 3. kvartal af 2016/17, hvilket var en lille positiv overraskelse. Det var Beauty området, der overraskede positivt med en vækst i 3. kvartal på 3,3%. Beauty har ellers været opfattet som det mest konkurrenceudsatte område, bl.a. fra Normals kraftige ekspansion, der har medført intensiv pris-konkurrence i dette segment. Matas er gået mere aggressivt til værks mht til kampagner mv for at holde på kunderne. Herudover skal effekten af den nye strategi også begynde at vise sig i toplinejen i løbet af et par kvartaler. Vi forventer, at Matas kan få lidt topline vækst fra 2017/18 i størrelsesordenen 2% p.a. For indeværende regnskabsår venter vi en vækst på 1,4%. Bruttomarginalen vil komme lidt under pres i de kommende år som følge af en mere aggressiv anvendelse af prisparameteren. Kapacitetsomkostningerne vil begynde at falde igen fra 2017/18, når omkostningsprogrammet på 25-30 mio. kr., slår igennem samtidig med, at omsætningen igen vokser. Opgradering af butikker (mål 35-40 stk.) trækker lidt større investeringer i de kommende år. Det indebærer, at CF før returnering af cash til aktionæ-erne falder til ca. 400 mio. kr. årligt uden, at det går ud over Matas evne til at betale det høje udbytte.

IC Group. Investment casen er markant ændret efter afskedigelsen af CEO Mads Ryder i starten af februar 2017. Bestyrelsen ønsker at øge selvstændigheden for koncer-nens kernebrands – Peak Performance, Tiger of Sweden og By Malene Birger - og revurderer de funktioner, der hidtil har været varetaget centralt. Bestyrelsen har anmodet Pe-ter Thorsen, der sidder i selskabets bestyrelse, om at ind-træde som midlertidig CEO. Den nye struktur skal sikre større fokus på udnyttelsen af potentialet i de tre kerne-brands blandt andet gennem en mere effektiv eksekve-ringsevne. Aktiemarkedet kvitterede for udmeldingen med en kursstigning på ca. 20% i forventning om, at værdien af de tre kernebrands i højere grad vil blive afspejlet i kursen. Udmeldingen fra bestyrelsen er blevet tolket som om 'alt er i spil', herunder også eventuelt frasalg af et eller flere af

kernebrands, hvis det giver større værdi for aktionæerne. Efter vores vurdering er der et fortsat kurspotentiale i et scenarie, der også rummer frasalg som en mulighed.

Ledelsespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og vedtaget årsrapporten for 2016 for Investeringsforeningen SmallCap Danmark omfattende ledelsespåtegning, ledelsesberetning, resultatopgørelse, balance, anvendt regnskabspraksis og noter.

Årsrapporten aflægges i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Årsregnskabet for foreningen giver et retvisende billede af foreningens aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2016 samt resultatet af foreningens aktiviteter for regnskabsåret sluttende 31. december 2016.

Foreningens ledelsesberetning indeholder retvisende redegørelser for udviklingen i foreningens aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerheds-faktorer, som foreningen kan påvirkes af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 8. marts 2017

Direktion



Christian Reinholdt

Bestyrelse



Niels Roth

Formand for bestyrelsen



Per Søndergaard Pedersen



Merete Jørgensen

PROFIL

INVESTERINGSFORENINGEN SMALLCAP DANMARK

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

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

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

I bestræbelserne på at skabe det bedst mulige langsigtede afkast udnytter vi, at mange mid og small cap selskaber er underanalyserede og kun har perifer opmærksomhed blandt børsmæglerne og blandt mange institutionelle investorer. Det giver mulighed for at finde oversete og undervurderede aktier med et attraktivt langsigtet kurspotentiale. Vores investeringsteam har stor erfaring i netop dette segment, hvilket udmønter sig i et højt kendskabsniveau og gode relationer til selskaberne.

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

Investeringsfilosofi

Vi investerer i enkelt-selskaber og ikke i indeks, brancher eller markeder.

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

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

Det er disse forandringer, som skaber værdiforøgelsen for medlemmerne.

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

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

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

Investeringsprocesser

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

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

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

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