

SmallCap Danmark A/S  
Årsrapport 2014  
64. regnskabsår

## INDHOLD

Ledelsesberetning	
Hoved- og nøgletal	2
Forord	3
Ledelsens årsberetning	4
Investment cases	11
Profil – SmallCap Danmark A/S	17
Aktien og investorerne	19
IR-politik	23
Corporate governance	24
Vederlagspolitik	26
Incitamentsystemer	27
Bestyrelse og direktion	28
Børsmeddelelser, 2014	32
Koncernregnskab	33
Noter til koncernregnskab	38
Moderselskabsregnskab	54
Noter til moderselskabsregnskab	58
Ledelsens påtegning	68
Den uafhængige revisors påtegning	69
Selskabsoplysninger	71

## HOVED- OG NØGLETAL

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Resultatopgørelse (DKKm)</b>															
Finansresultat	32,4	-16,7	11,7	47,5	116,5	181,6	222,5	20,9	-245,8	151,3	37,7	-88,0	40,1	74,7	-25,7
Administrationsomkostninger	-2,8	-5,0	-5,7	-8,6	-16,2	-13,3	-17,5	-7,0	-5,6	-22,1	-6,3	-6,8	-7,8	-7,5	-7,9
- heraf ord. driftsomkostninger	-2,8	-5,0	-5,7	-8,6	-8,8	-7,9	-7,6	-7,3	-5,9	-7,3	-7,7	-6,8	-7,8	-7,5	-7,9
- heraf resultatafhængig bonus	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,5	-5,4	-9,9	0,3	0,3	-14,8	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
- heraf ekstraordinære omkostninger	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat før skat	29,6	-21,7	6,0	39,0	100,3	168,3	205,0	13,9	-251,4	129,2	31,4	-94,8	32,3	67,3	-33,6
Nettoresultat	26,4	-18,5	6,0	29,4	75,4	124,3	192,5	35,3	-217,9	129,7	28,5	-101,2	32,3	64,1	-43,6
<b>Balance (DKKm)</b>															
Aktiver	217,5	149,8	149,8	187,0	290,8	437,8	602,1	580,7	310,1	478,5	505,0	313,4	313,7	403,8	305,3
Egenkapital	205,3	142,1	148,1	177,2	258,6	372,9	552,7	538,9	287,1	394,2	405,0	276,8	284,6	317,6	254,1
<b>Afkast (%)</b>															
Forrentning af primo egenkapital, f. skat	16,5%	-10,6%	4,2%	26,3%	56,6%	60,2%	55,0%	2,5%	-46,7%	45,0%	7,9%	-23,4%	11,7%	23,6%	-10,6%
Forrentning af primo egenkapital, e. skat	14,8%	-9,0%	4,2%	19,8%	42,6%	44,4%	51,6%	6,4%	-40,5%	45,2%	7,1%	-25,0%	11,7%	22,5%	-13,7%
Stigning i OMXC	2,8%	-14,4%	-21,4%	30,0%	21,6%	39,6%	15,2%	5,5%	-49,0%	32,1%	31,2%	-17,7%	24,2%	28,0%	17,6%
Stigning i OMXC20	7,5%	-13,7%	-26,3%	22,5%	17,3%	37,3%	12,2%	5,1%	-46,6%	35,9%	35,9%	-14,8%	27,2%	24,1%	20,9%
Stigning i OMXCXC20	-2,4%	-16,5%	-5,9%	50,8%	40,9%	52,4%	43,0%	-2,9%	-60,8%	24,4%	16,7%	-25,8%	14,1%	45,5%	4,1%
Merafkast ifht. OMXCXC20, før skat	19,0%	6,0%	10,1%	-24,4%	15,7%	7,8%	12,0%	5,4%	14,2%	20,6%	-8,8%	2,4%	-2,4%	-21,8%	-14,7%
Merafkast ifht. OMXCXC20, efter skat	17,2%	7,5%	10,1%	-30,9%	1,6%	-8,0%	8,7%	9,3%	20,4%	20,8%	-9,6%	0,8%	-2,4%	-22,9%	-17,8%
<b>Nøgletal</b>															
Resultat pr. aktie, kr.	5,0	-3,8	1,2	6,1	14,3	22,0	34,0	6,4	-41,7	25,5	5,7	-20,9	7,0	14,9	-10,1
Effektiv skattesats, %	10,8%	14,7%	0,0%	24,6%	24,8%	26,1%	6,1%	u.m.	13,3%	u.m.	9,4%	u.m.	0,0%	4,7%	-29,7%
Indre værdi pr. aktie, kr.	38,8	29,4	30,6	35,7	48,2	68,1	99,2	101,2	55,9	79,6	82,0	57,8	63,3	76,2	61,7
Børskurs ultimo pr. aktie, kr.	38,3	29,3	30,5	35,5	47,8	67,3	99,0	95,0	53,5	74,5	74,5	49,5	51,0	64,5	55,0
Dividende pr. aktie, kr.	5,7	0,0	1,0	2,0	2,5	3,0	4,0	4,0	2,5	3,5	3,5	2,0	3,0	4,0	3,0
Dividend yield, %	14,8%	0,0%	3,3%	5,6%	5,2%	4,5%	4,0%	4,2%	4,7%	4,7%	4,7%	4,0%	5,9%	6,2%	5,5%
Cirk. 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	4.938	4.786	4.496	4.168	4.118
Omkostningsprocent, excl. bonus	1,43%	3,13%	3,80%	5,56%	4,23%	2,44%	1,67%	1,23%	1,49%	2,26%	2,15%	1,93%	2,66%	2,61%	2,59%
Omkostningsprocent, incl. bonus	1,43%	3,13%	3,80%	5,56%	7,82%	4,13%	3,86%	1,18%	1,41%	6,88%	1,70%	1,93%	2,66%	2,61%	2,59%

Kilde: Egne beregninger og Facset

## KÆRE AKTIONÆR

For regnskabsåret 2014 realiserede selskabet et underskud før skat på 33,6 mio. kr. og et underskud efter skat på 43,6 mio. kr., hvilket svarer til en forrentning af egenkapitalen på henholdsvis -10,6% og -13,7%. Vi er skuffede over 2014 resultatet, og betragter det som utilfredsstillende.

Det dårlige resultat for 2014 skyldes en negativ udvikling i 4 af selskabets kerneinvesteringer, BoConcept, Topsil, DLH og LiqTech, der igennem 2014 alle har kæmpet med en kombination af mangelfuld intern eksekvering og markedsmæssige udfordringer. Desuden bidrog investeringen i Investeringsforeningen SmallCap Danmark til det negative resultat.

Ændringen i investeringsstrategien og processen med at koncentrere porteføljen på færre og større investeringer er fortsat i 2014. Antallet af selskaber i porteføljen var ultimo 2014 nedbragt til 8, og er yderligere reduceret til 7 efter regnskabsårets afslutning. Fokuseringen af porteføljen giver mulighed for et mere aktivt ejerskab med fokus på at fremskynde realiseringen af det potentiale, som selskaberne i aktieporteføljen rummer. En mere koncentreret aktieportefølje med færre aktieposter giver desuden SmallCap Danmark A/S mulighed for at intensivere sit fokus på skattefrie 10%-aktieposter med henblik på at reducere dobbeltbeskatningen af selskabets porteføljeinvesteringer.

Koncentrationen af aktieporteføljen indebærer endelig, at det enkelte års afkast kan afvige markant fra udviklingen i small- og midcap segmentet (OMXCXC20-indekset) i både op- og nedadgående retning. Resultatet for 2014 er et eksempel herpå, idet OMXCXC20 indekset steg med 4,1%, mens forrentningen af selskabets egenkapital før skat som nævnt var skuffende -10,6%.

Det strategiske skifte i retning af færre, men større investeringer, bevirker, at de hidtidige rammer for porteføljens spredning er blevet uaktuelle og bestyrelsen har derfor valgt at annullere dem. I stedet følger bestyrelsen nu de enkelte investeringer mere intensivt i samarbejde med investeringsteamet. Hvad angår gearing af egenkapitalen fastholder bestyrelsen den hidtidige grænse på maksimalt 25%. Ultimo 2014 var selskabet gearing af egenkapitalen reduceret til 11,1% (19,4% ultimo 2013). Det er hensigten at reducere gearingen yderligere, men der kan i perioder forekomme udsving.

Bestyrelsen forventer, at den intensiverede indsats på de enkelte kerneinvesteringer, herunder ikke mindst udøvelse af et mere aktivt ejerskab, kan bidrage til at fremme de enkelte selskabers værdiskabelse, således at det kurspotentiale som bestyrelsen anser selskabets kerneinvesteringer for at rumme, kan blive realiseret.

Selskabet forventer et positivt aktiemarked og et positivt afkast og resultat for 2015.

Bestyrelsen vil indstille til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte for 2014 på 3,0 kr. pr. aktie (4,0 kr. for 2013), svarende til et direkte afkast på 5,5%.

København d. 17. marts 2015

Niels Roth  
Formand for bestyrelsen

## LEDELSENS ÅRSBERETNING

### Hovedpunkter for 2014

- Intensivering af et mere aktivt ejerskab med fokus på at fremskynde realiseringen af det potentiale som selskaberne i aktieporteføljen rummer.
- Processen med at fokusere aktieporteføljen fortsatte og ved udgangen af 2014 var antallet af aktier i porteføljen nedbragt til 8 selskaber (2013 18 selskaber).
- Jens Erik Høst gik på pension i marts 2014 efter at have været adm. direktør for SmallCap Danmark A/S siden opstarten i 2000. Christian Reinholdt, som siden februar 2006 har været en fast bestanddel af investeringsteamet i SmallCap Danmark organisationen, blev udpeget til ny adm. direktør.
- Selskabets skatteaktiv blev nedskrevet med 10 mio. kr. til 10 mio. kr., svarende til 2,43 pr. aktie.
- Selskabets nettorentebærende gæld blev reduceret til 33,4 mio. kr. svarende til en gearing af egenkapitalen på 11,1% (2013 77,8 mio. kr. og 19,4% gearing af egenkapitalen).
- 19,9 mio. kr. returneret til aktionærene i form af udbytte (16,5 mio. kr.) og tilbagekøb af 49.858 stk. egne aktier (3,4 mio. kr.).
- Annullering af 275.000 stk. egne aktier. Herefter udgør aktiekapitalen 82.500.000 kr. fordelt på 4.125.000 stk. aktier af nominelt 20 kr. pr. aktie. Beholdningen af egne aktier er reduceret til 7.194 stk. ultimo 2014, svarende til 0,2% af aktiekapitalen (ultimo 2013 232.336 stk. svarende til 5,3% af aktiekapitalen).
- Forslag fra bestyrelsen til generalforsamlingen om 3,0 kr. pr. aktie i udbytte for regnskabsåret 2014, svarende til i alt 12,4 mio. kr.
- Negativt afkast på -10,4% før skat og -13,7% efter skat.
- Fald i indre værdi på 19,0% til 61,7 kr. pr. aktie fra 76,2 kr. pr. aktie. Udbyttebetalingen i 2014 på 4,0 kr. pr. aktie tegner sig dog for 5,3%-point af tilbagegangen.
- Børskurs ultimo 2014 på 55,0 pr. aktie (2013 64,5 pr. aktie) svarende til en discount til indre værdi på 10,9% (2013 15,4%).

### Årsberetning

I 2014 realiserede selskabet et underskud før skat på 33,6 mio. kr. og et underskud efter skat på 43,6 mio. kr., hvilket svarer til en forrentning af egenkapitalen på henholdsvis -10,6% og -13,7%. Resultatet er i overensstemmelse med det foreløbige resultat for regnskabsåret 2014, som blev offentliggjort d. 2. januar 2015, men er markant dårligere end 2013 resultatet, som var på 67,3 mio. kr. før skat og 64,1 mio. kr. efter skat. Bestyrelsen er skuffet over 2014 resultatet, og betragter det som utilfredsstillende.

OMXCXC20-indekset steg med 4,1% i 2014 (2013 45,5%), og selskabet underperformede således det danske indeks for mindre og mellemstore aktier med 14,7%-point før skat.

Årsagen til det dårlige resultat for 2014 er en negativ udvikling i 4 af selskabets kerneinvesteringer samt et skuffende resultat fra Investeringsforeningen SmallCap Danmark.

Den positive udvikling som selskabet oplevede i 3. kvartal og 4. kvartal af 2013, fortsatte de første 6 måneder af 2014. For 1. halvår af 2014 rapporterede selskabet således et afkast på 8,5% før skat. Den positive udvikling vendte imidlertid i 2. halvår, idet flere af selskabets største investeringer, såsom BoConcept, Topsil, DLH og LiqTech, udviste en negativ kursudvikling som følge af en kombination af mangelfuld intern eksekvering og markedsmæssige udfordringer.

Vi oplevede, et markant skifte i stemningen i aktiemarkedene i forbindelse med at uroen i Ukraine eskalerede og sanktionerne mod Rusland blev optrappet. Volatiliteten i aktiemarkedet tiltog, og investorernes risikoaversion blev forøget, hvilket specielt ramte small cap segmentet i form af lavere likviditet og underperformance relativt til large cap segmentet.

Fra en realøkonomisk synsvinkel var den geopolitiske uro, der prægede aktiemarkedet i 3. kvartal, mere alvorlig end vi ellers har oplevet i de seneste år. Europa har handelsinteresser med både Rusland og Ukraine. De handelssanktioner der opstod i forbindelse med konflikten, har haft en negativ effekt på en række europæiske virksomheder, hvilket kunne aflæses i erhvervstillidsindikatorerne i løbet af 3. kvartal. Den russiske/ukrainske konflikt skabte øget usikkerhed om det i forvejen skrøbelige europæiske opsving, og forøgede usikkerheden omkring den kortsigtede indtjeningsudvikling i virksomhederne. Disse faktorer var den væsentligste årsag til den negative udvikling på en række europæiske aktiemarkeder i specielt 3. kvartal.

Vi må erkende, at mindre virksomheder har klaret sig dårligt i det seneste forværrede konjunkturløb, og at de større virksomheder generelt har været bedre rustet til at foretage de nødvendige tilpasninger. Kombinationen af geopolitisk uro i 2. halvår af 2014 og større usikkerhed om den kortsigtede makroudvikling forøgede desuden investorernes likviditetspræference og risikopræmie ikke blot i Danmark, men også internationalt. Disse faktorer påvirkede i særlig grad kursudviklingen af de mindre aktier negativt.

Årets resultat er sammensat af et investeringsafkast på -23,7 mio. kr. (2013 76,3 mio. kr.) og ordinære driftsomkostninger 7,9 mio. kr. (2013 7,5 mio. kr.). Kriterierne for hensættelse af bonus blev ikke opfyldt. Derudover har selskabet nedskrevet skatteaktivet med 10,0 mio. kr. Nedskrivningen af skatteaktivet skyldes et lavere kapitalgrundlag, en reduktion af selskabsskatten og det forhold at en større andel af selskabets aktieportefølje er placeret i skattefrie 10%-poster.

Ultimo 2014 havde SmallCap Danmark et uudnyttet skattemæssigt underskud på 178,5 mio. kr.. Ved en skatteprocent på 22%, har det skattemæssige underskud en værdi på 39,3 mio. kr., hvoraf SmallCap Danmark A/S har aktiveret 10 mio. kr., hvilket svarer til 2,43 kr. pr. aktie (2013 20 mio. kr. eller 4,8 kr. pr. aktie).

Den ordinære omkostningsprocent for regnskabsåret 2014 udgjorde 2,6%, hvilket er på samme niveau som for 2013.

Egenkapitalen pr. 31. december 2014 var på 254,1 mio. kr. (2013 317,6 mio. kr.). Dette svarer til en indre værdi på 61,7 kr. pr. aktie. (2013 76,2 kr. pr. aktie). I løbet af 2014 udbetalte selskabet 16,5 mio. kr. i udbytte og købte aktier tilbage for et nettobeløb af 3,4 mio. kr. Samlet set har SmallCap Danmark betalt 19,9 mio. kr. ud til aktionærene i løbet af 2014, hvilket svarer til 6,3% af selskabets kapitalbase primo 2014.

I løbet af 2014 nedbragte selskabet sin nettorentebærende gæld med 44,3 mio. kr. til 33,4 mio. kr. (2013 77,8 mio. kr.). Selskabet havde således gearret sin egenkapital med 11,1% ved udgangen af 2014 (19,4% ultimo 2013). Det er hensigten at reducere gearingen yderligere, men der kan i perioder forekomme udsving.

Det strategiske skifte i retning af færre, men større investeringer, bevirker, at de hidtidige rammer for porteføljens spredning er blevet uaktuelle, og bestyrelsen har derfor valgt at annullere dem. I

stedet følger bestyrelsen nu de enkelte investeringer mere intensivt i samarbejde med investeringsteamet. Hvad angår gearing af egenkapitalen fastholder bestyrelsen dog den hidtidige grænse på maksimalt 25%.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte for 2014 på 3 kr. pr. aktie, svarende til et direkte afkast på 5,5% i forhold til børskursen ultimo 2014 på 55,0 pr. aktie.

Selskabets beholdning af egne aktier ultimo 2014 udgjorde 7.194 stk. (0,2% af aktiekapitalen). Beholdningen er i året øget med 49.858 stk. ved opkøb i markedet og reduceret med 275.000 stk. ved annullering af egne aktier. Aktier erhvervet i 2014 er købt med en gennemsnitlig rabat i forhold til indre værdi på 14,8%.

Selskabets aktier handler med en væsentlig discount til indre værdi. Det er fortsat hensigten, under hensyntagen til markedsforholdene, selskabets likviditetssituation og værdiskabelsen for de fortsættende aktionærer, at erhverve egne aktier. Egne aktier erhverves i givet fald med henblik på annullering og afdækning af eventuelle incitamentsprogrammer.

SmallCap Danmark A/S har i 2014 ansøgt Finanstilsynet om godkendelse som selvforvaltende alternativ investeringsfond. Ansøgningen er fortsat under Finanstilsynets behandling.

Årsrapporten er aflagt efter samme regnskabsprincipper som årsrapporten for 2013. Årsrapporten indeholder ikke usædvanlig usikkerhed ved indregning og måling.

## **Udviklingen i aktieporteføljen**

### **Hovedpunkter 2014**

- Aktieporteføljen er blevet indsnævret til 8 selskaber (ultimo 2013 18 selskaber) og yderligere 1 investering er afdisponeret efter regnskabsperiodens udløb.
- Salg af aktieposterne i H+H International, Per Aarsleff, TK Development, Alm. Brand, Solar, Brøndby IF, ALK, IC Group, Bang & Olufsen og Ambu.
- Tæt opfølgning på de tilbageværende selskaber, herunder i en aktiv dialog med den enkelte selskabsledelse omkring den seneste udvikling, samt hvordan det fulde værdistigningspotentiale bliver fremdrevet.
- Udbytte på 6,0 mio. kr. modtaget fra porteføljeselskaberne heraf 3,7 mio. fra Egetæpper og 1,3 mio. fra Rias.
- Egetæpper (45,3% af ultimo egenkapitalen) – Bedre lønsomhed på uændret omsætning samt et virksomhedsopkøb gav et afkast på 12,4%.
- Rias (13,6% af ultimo egenkapitalen) – Solid fremgang i omsætning og indtjening resulterede i et afkast på 13,5%.
- BoConcept (10,4% af ultimo egenkapitalen) – En overraskende negativ udvikling og en større nedjustering af selskabets 2014/15 forventninger resulterede i et negativt afkast på 28,2%. Selskabet var i 2014 tynget af dårlig eksekvering i forbindelse med et kollektionsskifte samt omfattende nedskrivninger og hensættelser til restruktureringer af forretningsmodellen.

- Topsil (6,5% af ultimo egenkapitalen) – En reklamation fra en større kunde tyngede indtjeningen i 2014 og gav anledning til en større nedjustering af resultatforventningerne. Aktien gav et negativt afkast på 42,3%.
- DLH (6,0% af ultimo egenkapitalen) – Massive underskud og stor usikkerhed omkring det videre forløb med hensyn til frasalget af selskabets aktiviteter resulterede i et negativt afkast på 52,1%.
- LiqTech (5,0% af ultimo egenkapitalen) – En skuffende fremdrift i kommercialiseringen af selskabets keramiske membraner bevirkede, at aktien gav et negativt afkast på 51,6% i lokal valuta og et negativt afkast på 45,2% i danske kroner.

### **Aktieporteføljen**

Ultimo 2014 havde SmallCap Danmark A/S investeringer i 8 enkeltelskaber svarende til en samlet investering på 228,0 mio. kr. Derudover havde selskabet investeret 54,5 mio. kr. i Investeringsforeningen SmallCap Danmark.

Et positivt bidrag til årets afkast blev opnået via investeringerne i Egetæpper (13,3 mio. kr.), Rias (4,3 mio. kr.) og BioPorto (3,7 mio. kr.).

Investeringerne i DLH (-16,5 mio. kr.), Topsil (-12,1 mio. kr.), BoConcept (-10,3 mio. kr.) og LiqTech (-5,1 mio. kr.) bidrog negativt til årets resultat.

Øvrige investeringer bidrog med et positivt resultat på 2,6 mio. kr.

De tre største positioner i enkeltaktier ultimo 2014 var Egetæpper, Rias og BoConcept. Samlet set var 69,3% af selskabets egenkapital investeret i de pågældende 3 positioner ultimo året.

Skattefrie 10%-poster tegnede sig for 75,3% af aktieporteføljen ultimo 2014.

Igennem sin investering i Investeringsforeningen SmallCap Danmark opnår SmallCap Danmark A/S en større bredde i sin aktieportefølje, og kan derved fokusere sit arbejde på at fremskynde realiseringen af det potentiale, som de tilbageværende selskaber i aktieporteføljen rummer. Ultimo 2014 havde SmallCap Danmark A/S placeret 21,5% af egenkapital i Investeringsforeningen SmallCap Danmark svarende til 54,5 mio. kr.

I 2014 rapporterede Investeringsforeningen SmallCap Danmark et negativt afkast på 5,1% og bidrog således negativt til selskabets resultat med 3,5 mio. kr.

For yderligere information omkring Investeringsforeningen SmallCap Danmark kan vi henvise til [www.smallcap.dk](http://www.smallcap.dk).



## SmallCap Danmark A/S, investeringer og afkast

Selskab	31.12.2013 Andel af egenkapital	31.12.2013 Beholdning mio. kr.	2014 køb/salg mio. kr.	2014 Afkast mio. kr.	31.12.2014 Beholdning mio. kr.	31.12.2014 Andel af egenkapital
1 Egetæpper	33,7%	106,8	-4,9	+13,3	115,2	45,3%
2 Rias	10,0%	31,7	-1,3	+4,3	34,7	13,6%
3 BoConcept Holding	12,4%	39,4	-2,7	-10,3	26,4	10,4%
4 Topsil Semiconductor Mat.	9,0%	28,5	+0,2	-12,1	16,6	6,5%
5 DLH	9,2%	29,1	+2,6	-16,5	15,2	6,0%
6 Liqtech	7,0%	21,9	-4,3	-5,1	12,5	5,0%
I alt væsentlige, direkte investeringer	81,3%	257,4	-10,5	-26,4	220,6	86,8%
Investeret via Inv. SmallCap Danmark	21,2%	67,3	-9,3	-3,5	54,5	21,5%
Øvrige aktier	16,9%	54,1	-53,0	6,3	7,4	2,8%
I alt	119,4%	378,8	-72,7	-23,6	282,5	111,1%

Kilde: Egne beregninger

### Konsoliderede tal for de væsentligste investeringer i aktieporteføljen

Vi har i nedenstående tabel pro rata konsolideret vores ejerandele i de 5 væsentligste investeringer i aktieporteføljen og beregnet de væsentligste nøgletal for porteføljen. Egetæpper, Rias, BoConcept, Topsil og LiqTech er inkluderet i beregningen, hvorimod DLH ikke indgår idet selskabets aktiviteter er under afvikling.

Vi forventer, at den samlede aktieportefølje vil udvise en markant indtjeningsfremgang i de kommende år, men det betinger naturligvis, at vores indtjeningsforventninger til de respektive selskaber bliver indfriet.

Porteføljen indeholder nogle defensive aktier i Egetæpper og Rias. Begge virksomheder har stabile forretninger, der gerne skulle blive begunstiget af en løbende stigning i salget og forbedret lønsomhed. BoConcept, Topsil og LiqTech er derimod turn-around cases, der under de rette omstændigheder rummer et stort potentiale. Virksomhederne har hver især nogle udfordringer, som gerne gradvist skulle blive løst i de kommende år.

Den konsoliderede portefølje har en meget lav finansiel gearing, idet Egetæpper, Rias og LiqTech alle har en positiv kassebeholdning og ingen rentebærende gæld. Den pro rata konsoliderede nettorentebærende gæld for de 5 selskaber var således 34 mio. kr. ultimo 2014, hvilket skal ses i relation til en bogført egenkapital 191 mio. kr. For 2015 vurderer vi den konsoliderede nettorentebærende gæld til 0,5x EBITDA.

5 kerneinvesteringer (81% af egenkapitalen)	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Resultatopgørelse pro rata, mio. kr.</b>					
Omsætning	394	397	433	469	505
EBITDA	27	24	22	42	49
EBITA	13	9	6	25	31
Netto resultat	7	6	3	15	18
<b>Balance, mio. kr.</b>					
Egenkapital	183	180	195	206	220
Netto rentebærende gæld	24	24	34	22	9
<b>Øvrige poster, mio. kr.</b>					
Investeringsforeningen SmallCap Danmark				63	
Øvrige poster				17	
Rentebærende gæld				30	
I alt				50	
<b>Nøgletal for de 5 kerneinvesteringer</b>					
Omsætningsvækst	n.a.	0,8%	8,8%	8,5%	7,6%
EBITDA margin	6,8%	6,0%	5,0%	9,0%	9,6%
EBITA margin	3,4%	2,4%	1,5%	5,4%	6,1%
EPS vækst	n.a.	-8%	-17%	134%	22%
NIBD/EBITDA	0,9x	1,0x	1,6x	0,5x	0,2x
NIBD/Equity	13%	13%	17%	11%	4%
Egenkapitalforrentning	7%	3%	1%	8%	9%
P/E	31,4x	34,1x	76,7x	14,1x	11,5x
EV/EBITDA	8,8x	9,9x	11,4x	5,5x	4,6x
EV/EBITA	17,8x	25,3x	38,4x	9,2x	7,2x
K/I	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x
Udbytte	3,3	4,9	5,7	5,3	6,4
Direkte afkast	1,6%	2,3%	2,7%	2,5%	3,0%

### 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 aktiehandlere 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.

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

### Begivenheder efter regnskabsperiodens udløb

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

### Forventninger til 2015

SmallCap Danmark A/S har en meget koncentreret portefølje og selskabets afkast afhænger derfor af kursudviklingen og udbyttet i nogle få enkeltaktier. Der er usikkerhed forbundet med, hvornår potentialet i selskabets investeringer bliver afspejlet i kursen, og derfor kan performance afvige markant fra udviklingen på det generelle aktiemarked i både positiv og negativ retning.

Bestyrelsen forventer, at den intensiverede indsats på de enkelte kerneinvesteringer, herunder ikke mindst udøvelse af et mere aktivt ejerskab, kan bidrage til at fremme de enkelte selskabers værdiskabelse, således at det kurspotentiale som bestyrelsen anser selskabets kerneinvesteringer for at rumme, kan blive realiseret.

Selskabet forventer et positivt aktiemarked og et positivt afkast og resultat for 2015. Vores forventninger er baseret på udsigten til en langsom forbedring i den europæiske økonomi. Det lave renteniveau og den lave oliepris øger forbrugernes rådighedsbeløb samtidig med, at styrkelsen af den amerikanske dollar forbedrer konkurrenceevnen for mange europæiske virksomheder.

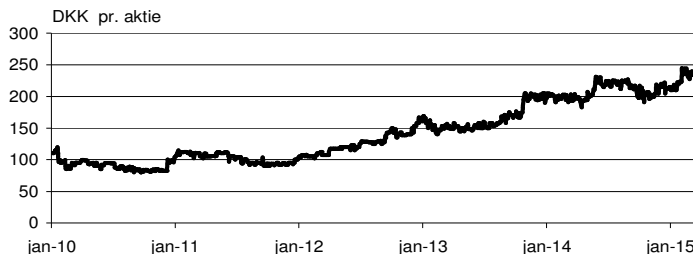
#### **Finanskalender, 2015**

17. marts	Årsrapport 2014
20. april	Ordinær generalforsamling
20. april	Delårsrapport, 1. kvartal 2015
21. juli	Delårsrapport, 1. halvår 2015
22. oktober	Delårsrapport, 1-3. kvartal 2015

## INVESTMENT CASES

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

Mio. kr.	2011/12	2012/13	2013/14	2. kvartal	3. kvartal	4. kvartal	1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal
				2013/14	2013/14	2013/14	2014/15	2014/15	2014/15
Omsætning	753	782	784	199	204	192	198	209	224
Vækst y/y	2,0%	3,8%	0,3%	-0,4%	7,8%	-2,6%	3,8%	5,2%	9,8%
EBIT	64	55	70	13	23	13	24	16,4	14,1
EBIT margin	8,5%	7,0%	8,9%	6,5%	11,3%	6,7%	12,3%	7,9%	6,3%
Resultat før skat	55	48	62	11	21	12	22	14	10
EPS	14	13	18						
Udbytte pr. aktie	3,0	5,1	7,0						
Dividend yield	2,6%	3,4%	3,6%						
PE	8,6	11,8	10,9						
EV/EBITA	6,3	8,1	7,8						
K/IV	0,9	1,0	1,2						



#### De seneste års udvikling

Egetæppers genopretning af indtjeningen efter finanskrisen er skabt ved moderat omsætningsvækst men især via effektiviseringer af produktionen og reduktion af omkostningerne, bl.a. ved nedlukningen af spinderiet i Vejle i 2012. Egetæpper har i august 2013 fulgt op med en ny strategi – Sustainable Carpet Design 2020 – der indeholder mål om en organisk vækst på 5-10% p.a. og en EBIT marginal på 12%. Omsætningsvæksten skal især hentes ved en fokuseret satsning på det europæiske flisemarked, som har en værdi på 8 mia. kr. Egetæpper har indtil videre kun solgt fliser i Norden og har derfor en meget lav europæisk markedsandel på kun ca. 1%. Fliser har været det eneste vækstområde de seneste 3-4 år for Egetæpper.

I maj 2014 annoncerede Egetæpper købet af Hammer Tæpper, der blev konsolideret pr. 1. oktober 2014. Egetæpper forventer en umiddelbar positiv effekt af købet på 5 mio. kr. før skat for de 7 måneder, som Hammer kommer til at indgå i regnskabsåret 2014/15. Det svarer til en stigning på helårsbasis på ca. 10%. Med købet af Hammer Tæpper har Egetæpper bedre mulighed for at møde de finansielle måltal. Endvidere får Egetæpper styrket markedspositionen på 4-5 stjernede hoteller og især krydstogtindustrien.

I januar 2015 meddelte bestyrelserne i Egetæpper og selskabets hovedaktionær Mads EG Damgaards Familiefond (38,7% af aktierne og 71,3% af stemmerne), at de har besluttet at undersøge, om der mellem foden og Egetæpper kan indskydes et holdingselskab, der vil indebære en forretningsmæssig smidig, fremtidssikret og vækstorienteret ny koncernstruktur, samtidig med at fordelene ved det langsigtede fondsejerskab bevares. Ændringen kræver myndighedsgodkendelser, men da konstruktionen er kendt fra flere børsnoterede koncerner, bør det være en formalitet. Vi anser ændringen for særdeles positiv også for mindretalsaktionærerne i Egetæpper.

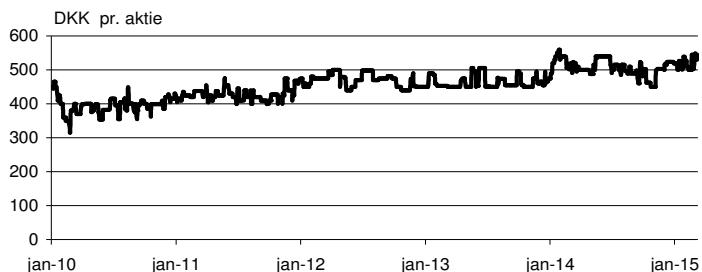
**Investmentcase:** Egetæpper fremstiller Contracttæpper (90% af omsætningen) i overensstemmelse med kundens specifikke ønske. Afsætningen sker primært til hoteller, restauranter, butikskæder, kontorer, skibe etc. Egetæpper har 3 produktionssteder (Herning, Gram og Litauen). Egetæpper er meget stabil yield case men har også betydelig vækst i indtjeningen i de kommende år, bl.a. som følge af købet af Hammer. Egetæpper har så stærkt et Cash flow, at der kan returneres op til 10% af markedsværdien til aktionærerne årligt. Udbyttepolitikken begrænser dividend yield til 3-4%.

Det netop offentliggjorte 3. kvartalsregnskab for 2014/15 var sløjt og Egetæpper nedjusterede forventningerne til 2014/15. Selskabet forventer nu en omsætning på 850-875 mio. kr. mod

tidligere 900-950 mio. kr. Resultatet før skat nedjusteres fra 70-75 mio. kr. til nu 50-60 mio. kr. Svage markeder i Danmark, Sverige og Mellemøsten anføres som årsag til den lavere end forventede omsætning. Da Egetæpper er fortsat med at investere i uddannelse og udbygning af salgsstyrken med stigende omkostninger til følge, slår den manglende omsætning relativt hårdt igennem på indtjeningen. Den langsigtede case er dog kun marginalt svækket. Egetæpper vil få gavn af bedre europæiske konjunkturer, men det er meget vigtigt for investment casen, at Egetæpper får succes med flisetæppemarkedet, som er den del af tæppemarkedet med den største vækst. Cash flowet fortsætter med at være stærkt og dividendepolitikken tilsiger et fortsat attraktivt udbytte.

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

Mio. kr.	2011/12			2012/13			2013/14		
	1. halvår	2. halvår	1. halvår	2. halvår	1. halvår	2. halvår	1. halvår	2. halvår	
Omsætning	240	238	279	116	124	106	132	131	149
Vækst y/y	-8,0%	-0,8%	17,3%	2,4%	-16,0%	-8,9%	6,8%	23,4%	12,3%
EBITA	6	2	10	3	4	-4	7	1,6	8,1
EBIT margin	2,7%	1,0%	3,5%	2,3%	3,1%	-4,1%	5,1%	1,2%	5,5%
Resultat før skat	6	2	10	3	4	-4	7	2	8
EPS	19	12	31						
Udbytte pr. aktie	10,0	20,0	20,0						
Dividend yield	2,1%	4,0%	4,0%						
PE	24,9	40,8	16,1						
EV/EBITA	14,7	38,5	9,9						
K/IV	0,7	0,7	0,7						



### De seneste års udvikling

Rias har været hårdt ramt på omsætningen under og efter finanskrisen. Selv om vi nu igen ser vækst i omsætningen på ca. 4% årligt, vil det hidtidige topniveau i 2007/08 næppe blive nået inden for de kommende tre år. Den faldende omsætning har presset indtjeningsmarginalerne, der dog har været positive hele vejen igennem. Forretningsmodellens stærke cashflowgenerering har i samme periode vendt en gæld på 24 mio. kr. til en positiv kassebeholdning på 20 mio. kr. i regnskabsåret 2013/14 samtidig med, at der i alt i samme periode er udbetalt knap 20 mio. kr. i udbytte.

Rias opnåede en betydelig omsætningsvækst i 2013/14, der dog i væsentlig grad skyldtes stormen i december 2013 og det milde vejr i vinteren 2013/14. En mere aggressiv salgsindsats har dog også bidraget. Det har ført til nye kunder og stigende markedsandele. Markedet er fortsat fladt, så omsætningsvæksten kommer fra øgede markedsandele. EBIT marginalen blev også markant forbedret men ligger fortsat kun lidt over halvdelen af tidligere topniveauer.

Rias er så småt begyndt at penetrere det svenske marked med oprettelse af eget salgskontor. Starten er beskeden men vil komme til at bidrage til omsætningen i de kommende år.

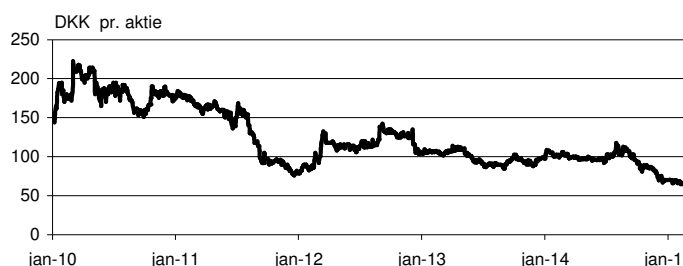
**Investmentcase:** Rias er en forholdsvis defensiv investering i en mindre dansk cash genererende distributør inden for plast produkter til industrien og byggeriet, hvor selskabet dog har en betydelig markedsandel i nichen.

Regnskabsåret 2013/14 levede fuldt ud op til forventningerne med en stigning i resultatet før skat fra 2,5 mio. kr. til 9,5 mio. kr. Fremgangen fortsatte i anden halvdel af regnskabsåret både indenfor industri og byggeri. Det varme vejr har haft en positiv indflydelse, men en væsentlig faktor i salg fremgangen kan tilskrives den mere aggressive salgsindsats, som er resultat af det iværksatte forandringsprojekt i efteråret 2013.

Vi forventer en omsætningsvækst på ca. 4% årligt for de kommende år. Selv om Rias har fokus på effektivitet, hvilket vil reducere de faste omkostninger i forhold til omsætningen, er der næppe udsigt til et markant løft i EBIT marginalen, før der kommer en væsentlig forbedring af konjunkturerne. Rias er forsat en attraktiv yield case med en dividend yield på knap 4%. Rias får ikke noget problem med at genere cash til at opretholde en dividend yield af den størrelse i de kommende år.

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

Mio. kr.	2011/12	2012/13	2013/14	2. kvartal	3. kvartal	4. kvartal	1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal
				2013/14	2013/14	2013/14	2014/15	2014/15	2014/15
Omsætning	1.022	1.026	1.050	282	255	267	267	293	277
Vækst y/y	2,1%	0,4%	2,3%	1,3%	1,4%	6,5%	8,3%	3,9%	8,8%
EBITA	39	20	-22	7	1	-18	-6	-45,2	6,7
EBIT margin	3,6%	1,9%	-2,1%	2,5%	0,4%	-6,8%	-2,1%	-15,4%	2,4%
Resultat før skat	40	17	-24	6	1	-20	-7	-57	3
EPS	9	4	-4						
Udbytte pr. aktie	2,0	0,0	0,0						
Dividend yield	1,8%	0,0%	0,0%						
PE	12,1	28,2	n.m.						
EV/EBITA	10,0	18,2	n.m.						
K/IV	1,4	1,4	1,3						



### De seneste års udvikling

BoConcept har haft svært ved at komme ud af finanskrisen negative påvirkninger. Forbrugertilliden har haft vanskelige vilkår med meget sløje markeder til følge. Samtidig har BoConcept reageret for sent og for lidt på de udfordringer, som de forringede markedsbetingelser gav anledning til.

Den 1. september 2014 gennemførte BoConcept den hidtil største kollektionsudskiftning, hvor 60% af sortimentet blev udskiftet. Desværre havde BoConcept ikke styr på de afledte effekter af så stor en kollektionsudskiftning. Der opstod store leverings- og logistikproblemer, som skadede indtjeningen alvorligt både i butikkerne og på gruppeniveau.

Det resulterede i et nyt skuffende kvartalsregnskab for 2. kvartal 2014/15, der medførte endnu en nedjustering. Bestyrelsen reagerede med et formandsskifte, hvor den hidtidige næstformand Peter Thorsen blev ny formand. Samtidig iværksatte BoConcept en strategisk optimering af forretningsmodellen med sanering af 35-50 af de dårligst performende butikker ud af i alt ca. 260 butikker, der enten lukkes (er i fuld gang) eller får ny franchisetager. Herudover skal markedsfokus indsnævres, effektiviteten øges og franchisemodellen optimeres (bl.a. ingen penge, ingen levering). Bestyrelsen besluttede endvidere at udvide direktionen med en COO med ansvar for logistik og produktion. Vedkommende vil realistisk tidligst være på plads efter sommerferien.

**Investmentcase:** BoConcept er en investering i en turn-around case men også i en vækstaktie, der er afhængig af en forbedring af konjunkturerne og forbrugertilliden især i Europa. BoConcept er en international retailorienteret konceptholder med et komplet produktprogram af møbler og livsstilsprodukter til private hjem i affordable luxury segmentet.

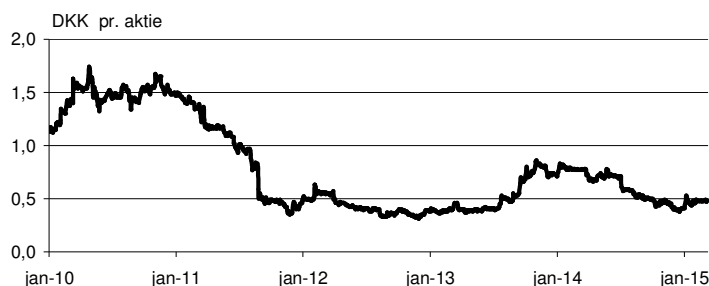
Det netop offentliggjorte 3. kvartalsregnskab 2014/15 var en lettelse for markedet, med store kursstigninger til følge, efter det dårlige 2. kvartalsregnskab. Omsætningen fortsatte med at vokse med en vækst på 8,8%. EBIT kom ind med 6,7 mio. kr. (EBIT margin på 2,4%). Gælden blev

nedbragt med knap 20 mio. kr. BoConcept opjusterede både forventningen til omsætningen og indtjeningen for hele 2014/15.

Vi venter fortsat vækst i omsætningen drevet af stigning i same-store sale (den nye kollektion er blevet godt modtaget), bedre konjunkturer især i Europa (det ekstremt lave renteniveau vil gavne de europæiske boligmarkeder, hvilket typisk medfører stigende salg af møbler) og på lidt længere sigt udvidelse af butiksnettet. EBIT marginalen bliver markant forbedret i de kommende år, drevet af væsentligt lavere tab på debitorer efter butikssaneringen men også af de positive effekter af den betydelige operationelle gearing i BoConcepts forretningsmodel, som stigende omsætning giver anledning til. BoConcept er tilbage som cash genererende virksomhed. Vi venter en yderligere nedbringelse af gælden i 4. kvartal 2014/15 med andre 20 mio. kr. For de 2015/16 og 2016/17 vil BoConcept genere et cash flow før evt. udbyttebetaling på 40-50 mio. kr. årligt. Herved nærmer BoConcept sig en gældfri situation, som selskabets også bør være i.

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

Mio. kr.	2011	2012	2013	2. kvartal 2013	3. kvartal 2013	4. kvartal 2013	1. kvartal 2014	2. kvartal 2014	3. kvartal 2014
Omsætning	367	290	312	87	79	75	73	65	66
Vækst y/y	-19,6%	-21,2%	7,8%	14,9%	26,8%	3,0%	3,8%	-25,2%	-17,1%
EBITA	6	-14	-6	5	-3	-6	-4	-13	-11
EBITA margin	1,6%	-4,8%	-2,1%	5,4%	-3,9%	-7,5%	-5,4%	-19,1%	-16,4%
Resultat før skat	-3	-18	-13	1	-2	-8	-5	-15	-14
EPS	-0,01	-0,05	-0,02						
Udbytte pr. aktie	0,0	0,0	0,0						
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%						
PE	n.m.	n.m.	n.m.						
EV/EBITA	n.m.	n.m.	n.m.						
K/IV	0,6	0,5	1,0						



### De seneste års udvikling

Ved indgangen af 2014 så det ud til, at Topsil havde lagt de turbulente år 2011 og 2012 bag sig, da 2013 gik bedre end selskabet forventede i den oprindelige guidance. 2014 blev desværre endnu en stor skuffelse forårsaget af problemer med en thailandsk underleverandør, der havde ændret på proceduren ved produktion af en komponent uden accept fra Topsil. Det resulterede i, at Topsil leverede fejlbehæftede produkter til en af sine allerstørste kunder. I løbet af året genoptog Topsil leverancerne til kunden, men der udestår fortsat krav fra kunden og Topsils krav mod leverandøren.

Nedjusteringen som følge af problemerne førte til et kraftigt fald i aktiekursen, der faldt med 42% i 2014. Hele den negative kursudvikling skete efter nedjusteringen den 3. juli. Ud over ovennævnte specifikke problemer er Topsils marked præget af overkapacitet og heraf følgende hård priskonkurrence, der svækker bruttomarginalen. Topsil har opnået bedre vilkår hos underleverandørerne, men indtil videre bruger Topsil de dyre råvarer (FIFO). Effekten af lavere råvarepriser vil først slå igennem i 2015.

De udefrakommende problemer overskyggede fuldstændig, at Topsil leverede på de indre linjer. Overflytningen til den nye fabrik blev fuldført i 2014, således at dobbeltomkostningerne ved to produktionssteder bortfalder fra 2015 og effektivitetsforbedringerne ved at producere det hele på den nye fabrik vil begynde at slå igennem. Den nye 200 mm Wafer er bl.a. blevet kvalitetstestet hos en stor japansk automotive kunde og vil kunne begynde at give kommerciel omsætning fra 2015. 200 mm waferen er en væsentlig vækstdriver på sigt. Endelig skiftede Topsil salgsdirektør

for at kunne udbygge sin position i det mere konkurrencepræget marked, der dog fortsat har positive fremtidsudsigter.

**Investmentcase:** Topsil er en investering i en turn-around case. Topsil er eksponeret mod den globale trend om øget energieffektivitet inden for industrien (motorer, pumper, ventilatorer), højhastighedstog, elbiler og udbygning af energiinfrastrukturen, herunder vindmøller. Topsil producerer og sælger (B2B) monokrystallinsk silicium af meget høj kvalitet til halvlederindustrien. Topsils silicium produceres efter to forskellige metoder, henholdsvis float zone (FZ) og czochralski (CZ) metoderne. Produkterne afsættes på et niche marked til producenter af kritiske høj- og mellemspændingskomponenter. Topsil er den eneste 100% dedikerede spiller inden for området.

Efter endnu et turbulent år i 2014 er der realistisk håb om, at Topsil endelig kan begynde på en positiv udvikling uden, at resultatet dog bliver imponerende i 2015. Markedsbetingelserne er fortsat udfordrende men en øget salgsindsats fra den nye salgsdirektør og nye produkter, bl.a. 200 mm Waferen og en opdateret version af 150 mm Waferen, vil give vækst i omsætningen. Indtjeningen bliver gavnet af lavere råvarepriser og øget produktionseffektivitet på den nye fabrik. Cash flowet bliver positivt således, at Topsil kan begynde at afvikle gælden. Hastigheden af turn-arounden er dog usikker og risikoen i aktien er fortsat høj. Men på nuværende tidspunkt virker afkast/risiko forholdet dog meget attraktivt.

### LiqTech (teknologi). SmallCap Danmark A/S ejer over 5% af aktiekapitalen.

Mio. USD	2011	2012	2013	2. kvartal 2013	3. kvartal 2013	4. kvartal 2013	1. kvartal 2014	2. kvartal 2014	3. kvartal 2014
Omsætning	21	17	13	2,8	3,0	3,6	3,2	4,0	4,9
Vækst y/y	35,0%	-20,3%	-24,3%	-30,0%	-3,2%	2,9%	-5,9%	42,9%	63,3%
EBITA	1	-4	-6	-2,0	-1,2	-2,3	-1,1	-1,0	-0,2
EBIT margin	5,2%	-22,5%	-49,2%	-71,4%	-40,0%	-63,9%	-34,4%	-25,0%	-4,1%
Resultat før skat	1	-4	-7	-1,9	-1,1	-2,7	-1,2	-1,0	0,1
EPS	n.m.	n.m.	n.m.						
Udbytte pr. aktie	0,0	0,0	0,0						
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%						
PE	n.m.	n.m.	n.m.						
EV/EBITA	n.m.	n.m.	n.m.						
K/IV	n.m.	2,9	5,5						

USD pr. aktie

### De seneste års udvikling

Liqtech har i de senere år kæmpet for at tage skridtet fra en udviklingsvirksomhed til en egentlig kommerciel virksomhed. Indtil 2012 havde LiqTech en ikke ubetydelig omsætning af diesel-partikel-filtre, men bl.a. manglende politisk vilje til at håndhæve lavere emission fra dieselmotorer i større amerikanske byer har halveret dette marked. Vækstområdet skulle være de keramiske membraner til rensning af væsker. Indtil 2014 satsede LiqTech på store kunder, især inden for olie og gas industrien, men store forhåbninger om markante forretninger blev ikke realiseret. LiqTech fungerede som underleverandør til de såkaldte 'system integrators' der lavede forretningen med slutkunden.

Midt i 2014 skiftede LiqTech strategi. Det danske selskab Provital blev erhvervet og Sune Mathiasen blev ansat som ny CEO (kommer fra Provital). Den nye CEO har en meget mere kommerciel profil og har på tre år forvandlet Provital til en dominerende spiller i Danmark inden for systemer til rensning af vand i svømmehaller. Med købet af Provital går LiqTech ind som systemleverandør. LiqTech vil gå væk fra spredningsstrategien til en fokuseringsstrategi, hvor der satses på færre applikationer – bl.a. svømmehaller, drikkevand, olieindustrien, produceret vand og



kulfyrede kraftværker m.fl. Ud over selv at være blevet systemleverandør vil LiqTech også gå mere aktivt ind med know how hos systemintegratorerne på andre områder.

Sune Mathiasen har alene modtaget aktier i LiqTech for sin ejerandel af Provital og 2/3 af aktierne er afhængige af, at der nås meget aggressive mål i 2014 og 2015. Hvis målene ikke nås i de enkelte år eller samlet under et er aktierne tabt for Sune Mathiasen og vil blive nedskrevet til 0. Samtidig med overtagelsen af Provital hentede LiqTech 12 mio. USD i ny egenkapital og ser herefter ud til at være tilstrækkelig kapitaliseret.

Udviklingen i H2 var dog endnu engang skuffende, og LiqTech var i starten af 2015 tvunget til en nedjustering for 2014 som følge af periodeforskydninger af nogle større ordrer. Det førte til et markant kursfald. Hermed levede 2014 ikke op til omsætnings målsætningen i relation til aftalen med Sune Mathiasen.

**Investmentcase:** LiqTech er et clean technology selskab, der udbyder state-of-the-art- teknologier til rensning af gas og væsker baseret på keramiske filtre. Med købet af Provital går LiqTech ind som system leverandør (og konsulent).

LiqTech er en eksponering mod det globale behov for renere vand. Behovet er udtalt lige fra rensning af drikkevand, rensning af vand i svømmehaler, rensning af såkaldt produceret vand f. eks i forbindelse med olie og gasudvinding samt rensning af spildevand. Købet af Provital giver LiqTech markant bedre mulighed for at udnytte efterspørgslen efter rent vand, da LiqTech nu selv kan levere de færdige systemer til slutkunden. Hvis LiqTech lykkes med et markant kommercielt gennembrud er kurspotentialet ganske betragteligt. De mange skuffelser indtil videre har dog ført til en betydelig skepsis i aktiemarkedet omkring LiqTech. Risikoen er høj, men afkastpotentialet er tilsvarende markant, hvis LiqTech løbende er i stand til at vise kommercielle fremskridt.

## **PROFIL – SmallCap Danmark A/S**

SmallCap Danmark A/S er et uafhængigt børsnoteret investeringsselskab der fokuserer på investeringer i mindre og mellemstore, primært danske, virksomheder.

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

Vores målrettede fokus på small cap segmentet giver os en konkurrencefordel i forhold til andre professionelle investorer. Vi udnytter således, at mange small cap selskaber er underanalyserede og kun har perifer opmærksomhed blandt børsmæglerne og blandt mange af de institutionelle investorer. Vores investeringsteam har stor erfaring i netop dette segment, hvilket udmønter sig i et højt kendskabsniveau og gode relationer til selskaberne.

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

Bestyrelsen og den daglige ledelse har selv meget betydelige midler investeret i selskabet og har derfor præcis de samme interesser som de øvrige aktionærer. Bestyrelsen har vedtaget et incitamentssystem for selskabets 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 fokuseret kerneportefølje på 8-12 selskaber. Bredden i aktieporteføljen opnås via positionen i Investeringsforeningen SmallCap Danmark, der typisk er investeret i ca. 25 mindre og mellemstore selskaber. Vi investerer i forandringsprocesser. Formålet med vores analyseindsats er at identificere forandringer i enten virksomheden, i virksomhedens markeder eller i investorernes opfattelse af selskabet og selskabets aktier. Det er disse forandringer, som skaber værdiforøgelsen for aktionæerne.

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

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

Den fokuserede portefølje 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 danske 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 multipelelektion 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 SmallCap Danmark A/S er en betydende investor, tilstræber vi at holde en tæt dialog. I dialogen tilkendegiver SmallCap Danmark A/S sine synspunkter i relation til eksempelvis virksomhedens strategi, kommunikation med aktiemarkedet, kapitalstruktur, udlodningspolitik, incitamentsaflønning, bestyrelsessammensætning mv. Som led i dialogen deltager SmallCap Danmark A/S aktivt på porteføljevirkomhedernes generalforsamlinger.

## **AKTIEN OG INVESTORERNE**

### **Aktiekapital**

SmallCap Danmark A/S' aktiekapital på 82.500.000 kr. er opdelt i 4.125.000 stk. aktier á nominelt 20 kr. Aktiekapitalen er ikke opdelt i aktieklasser. Aktiekapitalen udgjorde ultimo 2013 88.000.000 kr. Aktiekapitalen er i 2014 nedskrevet med 5.500.000 kr. ved annullering af egne aktier.

Selskabets bestyrelse er i henhold til vedtægternes §3A i tiden indtil d. 24. april 2019 bemyndiget til at udvide aktiekapitalen ad en eller flere gange med indtil nominelt 167.500.000 kr. således, at den samlede aktiekapital udgør nominelt 250.000.000 kr. Bestyrelsen kan træffe beslutning om at fravige fortegningsretten for eksisterende aktionærer forudsat aktierne tegnes til markedskurs.

Selskabet er indtil d. 24. april 2019 bemyndiget til at købe egne aktier op til 25% af aktiekapitalen til en kurs maksimalt svarende til den indre værdi af selskabets aktier.

### **Egne aktier**

Selskabets beholdning af egne aktier udgjorde den 31. december 2014 7.194 stk. svarende til 0,2% af aktiekapitalen. Den 31. december 2013 udgjorde beholdningen af egne aktier 232.336 stk. svarende til 5,3% af aktiekapitalen.

Beholdningen er i 2014 øget med 49.858 aktier ved opkøb i markedet og reduceret med 275.000 stk. ved annullering af egne aktier. Aktier erhvervet i 2014 er købt med en gennemsnitlig rabat i forhold til indre værdi på 14,8%.

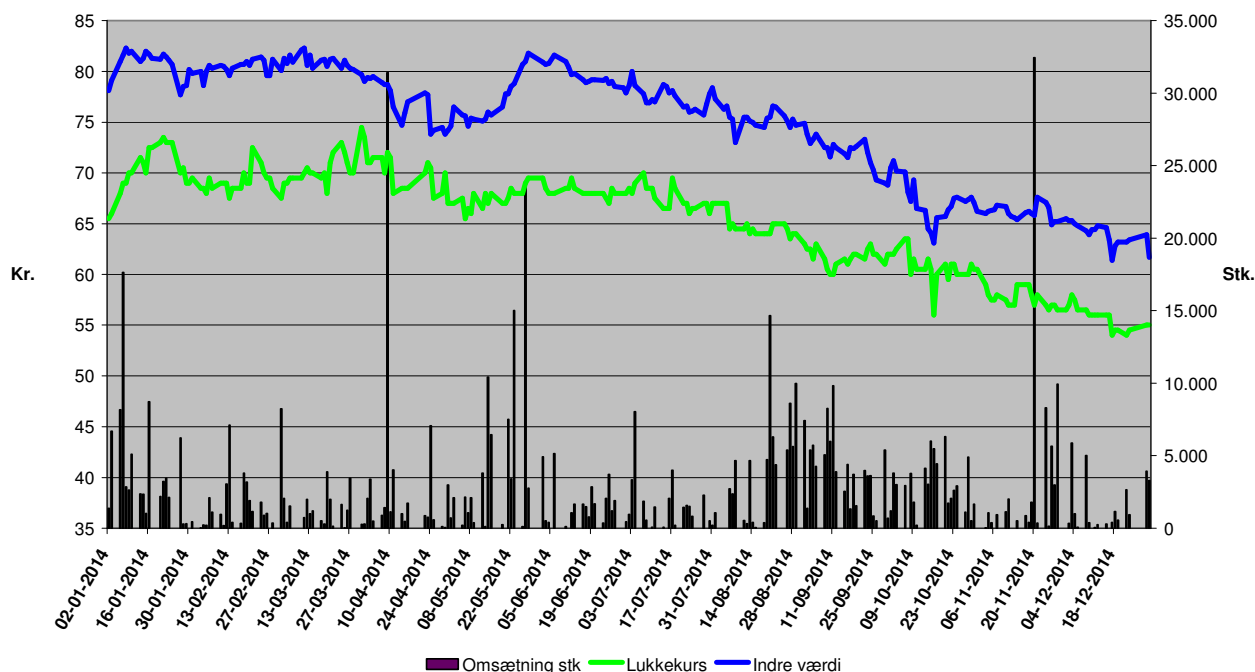
Egne aktier nedskrives til nul over egenkapitalen.

### **Udvikling i aktien**

SmallCap Danmark A/S' aktier er optaget til notering på NASDAQ OMX Copenhagen A/S (ISIN: DK0010305077), hvor aktierne indgår i Small Cap segmentet.

Børskursen på selskabets aktier var ultimo 2014 55,0 kr. pr. aktie. Indre værdi sluttede året i 61,7 kr. pr. aktie. Ultimo 2013 var børskursen 64,5 kr. pr. aktie (indre værdi var ultimo 2013 76,2 kr. pr. aktie). Aktionærerne modtog den 24. april 2014 et udbytte på 4,0 kr. pr. aktie.

**SmallCap Danmark A/S,  
omsætning, børskurs og IV 2014**



Omsætningen i selskabets aktier var i 2014 43,4 mio. kr. mod 47,3 mio. kr. i 2013. Der var i 2014 været handel med selskabets aktier i 223 af 247 børsdage. I 2013 var der handel med selskabets aktier i 206 dage. Den gennemsnitlige daglige omsætning udgjorde i 2014 175.623 kr. mod 195.548 kr. i 2013.

	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Omsætning, mio. kr.	47,3	43,4
Gennemsnitlig omsætning pr. dag, kr.	195.548	175.623
Antal børsdage med handel	206	223

Kilde: NASDAQ OMX Copenhagen A/S

Selskabet offentliggør på daglig basis den indre værdi af selskabets aktier for herved at medvirke til en prisdannelse i aktien, som afspejler de underliggende værdier.

Selskabets aktier har i 2014 handlet med en gennemsnitlig rabat i forhold til indre værdi på 12,7%, mod en gennemsnitlig rabat i 2013 på 15,8%.

### Udlodning

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der for 2014 udloddes et udbytte på 3,0 kr. pr. aktie. Udbyttet for 2013 var på 4,0 kr. pr. aktie. Udbyttet for 2014 svarer, opgjort i forhold til børskurs ultimo året, til et direkte afkast på 5,5% (6,2% i 2013).

Selskabets udbyttepolitik er at udbetale et attraktivt udbytte, der afspejler resultatudviklingen. Under forudsætning af et tilfredsstillende, positivt resultat er det selskabets hensigt at udbetale et udbytte svarende til et direkte afkast (udbytte i procent af børskursen ultimo året), der mindst er på niveau med renten på langsigtede danske statsobligationer.

Renten på danske statsobligationer med 10 års løbetid var ved udgangen af 2014 0,8% p.a. (2,0% p.a. ultimo 2013)

## Beskatning

Beskatningen af aktieselskabers kursgevinster ved investering i aktier og beskatningen af aktionærer i selskaber, hvis hovedaktivitet er værdipapirinvestering (investeringsselskaber) er på en række områder ændret væsentligt i de senere år.

For investeringsselskaber er der kommet nye regler i aktieavancebeskatningslovens §19 (ABL19), der indebærer, at aktionærerne lagerbeskattes af afkastet - for personer, der investerer for frie midler, som kapitalindkomst. Ledelsen i SmallCap Danmark A/S bestræber sig løbende på ikke at falde ind under disse regler, da de efter ledelsens opfattelse fører til en væsentlig forøget beskatning af selskabets aktionærer. Dette sker ved at benytte en undtagelsesbestemmelse, der betyder, at selskaber, som har mere end 15% af balancesummen investeret i aktieposter med en ejerandel på mere end 10%, ikke er omfattet af reglerne i ABL19. SmallCap Danmark A/S har i 2014 ikke været omfattet af ABL19.

Den efterfølgende opsummering af skattereglerne for SmallCap Danmark A/S og dets aktionærer er under forudsætning af, at selskabet fortsat ikke er omfattet af reglerne i ABL19.

SmallCap Danmark A/S er fuld skattepligtig af alle kursgevinster og udbytter undtaget afkast af aktieposter med en ejerandel på mere end 10%.

**Personer, investering af frie midler.** Såfremt der er tale om aktier erhvervet for frie midler, beskattes realiserede kursgevinster og udbytter som aktieindkomst. Aktieindkomst på indtil 49.200 kr. (98.400 kr. for ægtefæller) beskattes i 2014 med 27%. Aktieindkomst på over 49.200 kr. (98.400 kr. for ægtefæller) beskattes i 2014 med 42%.

Beløbsgrænserne for 2015 er 49.900 kr. og 99.800 kr. for ægtefæller. Skattesatserne er uændret 27% hhv. 42%.

**Personer, investering af pensionsmidler.** Er der tale om aktier erhvervet for pensionsmidler, beskattes kursgevinster og udbytter med 15,3% p.a.

**Selskaber.** Selskaber og erhvervsdrivende fonde beskattes af kursgevinster og aktieudbytter med 24,5% efter lagerprincippet. Aktieposter på over 10% af aktiekapitalen i SmallCap Danmark A/S er dog fritaget fra beskatning.

Selskabsskatten nedsættes gradvist frem mod 2016. I 2015 er selskabsskattesatsen 23,5%. I 2016 nedsættes satsen til 22,0%.

Ovenstående beskrivelse er ikke en fuldstændig beskrivelse af beskatningsforholdene, der kan være afhængige af en række individuelle forhold. Aktionærer, der ønsker en nærmere afklaring af deres skattemæssige forhold, opfordres til at kontakte deres revisor eller søge anden professionel rådgivning.

## **Aktiebog**

Selskabets aktiebog føres af:

Computershare A/S  
Kongevejen 418  
DK - 2840 Holte

Navnenotering foregår gennem aktionærens eget kontoførende institut.

Aktierne er registreret i Værdipapircentralen.

## **Ejerforhold**

Følgende aktionærer ejer mere end 5% af selskabets aktier:

A/S PSE 5069  
C/O Jens Erik Høst  
Nyhavn 10, 3. sal  
DK - 1051 København K  
Ejerandel 11,4%

Aktieselskabet af 1/2 1972  
C/O Karen Skjøtt  
Opnæsgård 83, 3 tv.  
DK - 2970 Hørsholm  
Ejerandel 14,4%

Harald Simonsens Ejendoms kontor ApS  
Østbanegade 21  
DK - 2100 København Ø  
Ejerandel 12,7%

## **Insiderregler**

I henhold til selskabets interne regler må medlemmer af selskabets bestyrelse, direktion og medarbejdere under normale omstændigheder disponere i selskabets aktier i et tidsrum på seks uger efter offentliggørelse af delårs- og årsrapporter.

## **Generalforsamling**

Selskabets ordinære generalforsamling afholdes den 20. april 2015 kl. 16.30 i:

Festsalen på Nationalmuseet  
Ny Vestergade 10  
DK-1220 København K

## **IR-POLITIK**

### **Formål med IR-politikken**

SmallCap Danmark A/S tilstræber at have tilfredse og velinformerede investorer.

Formålet med SmallCap Danmark A/S' IR-tiltag er at sikre, at nuværende, potentielle investorer og øvrige relevante interessenter har lige adgang til fyldestgørende og pålidelig information om alle væsentlige og kurspåvirkende forhold samt at medvirke til, at priserne i markedet for selskabets aktier afspejler aktiernes værdi.

### **IR-tiltag**

SmallCap Danmark A/S ønsker åbenhed og vil derfor løbende arbejde for, at informationsniveauet og kommunikationen med investorerne udbygges. Selskabet lægger vægt på, at alle væsentlige oplysninger om selskabet offentliggøres rettidigt og på en systematisk og fyldestgørende måde.

Alle væsentlige og kurspåvirkende forhold offentliggøres uden forsinkelse via NASDAQ OMX Copenhagen A/S. Selskabet offentliggør delårsrapporter (kvartalsmeddelelser).

Den indre værdi af selskabets aktier offentliggøres dagligt med henblik på at understøtte en effektiv prisdannelse på selskabets aktier. Seneste offentliggjorte indre værdi er altid tilgængelig på NASDAQ OMX Copenhagen A/S' hjemmeside samt på selskabets egen hjemmeside.

Selskabet har etableret en marketmakerordning. Selskabets marketmaker stiller løbende købs- og salgspriser og medvirker til, at det under normale forhold er muligt at erhverve og afhænde mere end 1.000 stk. aktier ad gangen.

Nye aktionærer i selskabet vil modtage en "velkomstpakke" med relevant information om selskabet og dets resultater.

### **Selskabets hjemmeside**

Selskabets hjemmeside [www.smallcap.dk](http://www.smallcap.dk) er et vigtigt middel i selskabets kommunikation med investorerne og andre interessenter. På hjemmesiden kan man blandt andet finde:

- Uddybende information om selskabets koncept og strategi.
- Information om selskabets resultater (track record).
- Den seneste offentliggjorte information om selskabets portefølje.
- Investmentcases på udvalgte kerneinvesteringer.
- Årsrapporter og delårsrapporter for de sidste 5 år.
- Alle offentliggjorte børsmødelelser inden for 3 måneder.
- Finanskalender med oplysning om datoer for offentliggørelse af kommende delårsrapporter.
- Den daglige indre værdi samt kursudviklingen på selskabets aktie.
- Oplysninger om selskabets bestyrelse, direktion og medarbejdere.
- Hvordan man kommer i kontakt med selskabets ledelse og medarbejdere.
- Oplysninger om hvordan man bestiller investormateriale og oplyse, hvordan man ønsker at blive holdt løbende orienteret om udviklingen i selskabet.

### **IR-kontakt**

IR-relaterede spørgsmål besvares af CEO Christian Reinholdt på telefon 33 30 66 00.

Navnenotering foregår gennem aktionærernes eget kontoførende institut.



## CORPORATE GOVERNANCE

Komiteen for god selskabsledelse har siden 2001 udarbejdet og ajourført best practice anbefalinger for god selskabsledelse i børsnoterede danske selskaber. Anbefalingerne er af bestyrelsen for NASDAQ OMX Copenhagen A/S besluttet indarbejdet i børsens regler for udstedere af aktier. I henhold til disse skal alle børsnoterede selskaber i de situationer, hvor et selskab fraviger anbefalingerne redegøre nærmere herfor.

SmallCap Danmark A/S fokuserer i sin selskabsledelse på at sikre en god og langsigtet forvaltning af aktionærernes midler. En forudsætning for dette er at udøve god Corporate Governance. Bestyrelsen i SmallCap Danmark A/S vurderer derfor løbende selskabets corporate governance, komiteens anbefalinger og best practice på området for god selskabsledelse.

Generelt følger SmallCap Danmark A/S komiteens anbefalinger, men selskabets bestyrelse har, med baggrund i selskabets begrænsede størrelse, dets aktivitet og organisering, valgt helt eller delvist at fravige komiteens anbefalinger på udvalgte områder. Bestyrelsen har samlet sin stilling og sine kommentarer til samtlige komiteens anbefalinger, herunder forklaringer på, at selskabet på udvalgte områder har valgt at fravige anbefalingerne, i en corporate governance redegørelse, der er tilgængelig i dokumentet <http://www.smallcap.dk/assets/Filer/Diverse-AS/CorpGov2014.pdf> på selskabets hjemmeside.

### Selskabets ledelse

SmallCap Danmark A/S' bestyrelse er ansvarlig for selskabets overordnede ledelse, herunder fastlæggelse af selskabets mål og strategier, investeringskoncept, investeringsrammer, overordnede risikoprofil og risikostyring, retningslinjer for compliance, politik for kommunikation og dialog med aktionærer samt alle forhold omfattende fusion, køb og salg af virksomheder o.lign. Forvaltningen af selskabets investeringer varetages af selskabets daglige ledelse.

Overordnede retningslinjer for bestyrelsens arbejde er fastlagt i en forretningsorden, der bl.a. indeholder procedurer for bestyrelsesmødernes tilrettelæggelse, indkaldelse og afholdelse. Kompetencedelingen mellem bestyrelse og den daglige ledelse samt bestyrelsens rammer for den daglige ledelses arbejde og krav om løbende rapportering er fastlagt i en særskilt instruks til direktionen.

Bestyrelsen har fastsat retningslinjer for handel med værdipapirer, inklusive ledelsens handel med selskabets aktier, regler til sikring af oplysningsforpligtelsernes overholdelse, regler for handel med selskabets egne aktier og regler til modvirkning af insiderhandel og sikring af, at interne oplysninger ikke videregives.

Bestyrelsen består af tre medlemmer. Bestyrelsen har valgt en formand. Formanden leder bestyrelsens arbejde, indkalder og tilrettelægger bestyrelsesmøderne.

Bestyrelsen foretager årligt en selvevaluering af bestyrelsens arbejde, sammensætning og de enkelte medlemmers bidrag med henblik på at sikre den bedste ledelse, effektive beslutningsprocesser og det bedste grundlag for virksomhedens videre udvikling. Bestyrelsen vurderer, ligeledes årligt, direktionens arbejde og resultater samt samarbejdet mellem bestyrelse og direktion.

Bestyrelsen har i 2014 afholdt ni bestyrelsesmøder. I 2013 blev der afholdt seks møder.

## **Virksomhedsledelse, styring, rapportering og kontroller**

De største kommercielle risici relaterer sig til udviklingen i selskabets aktieportefølje. Ledelsen overvåger og tilpasser løbende aktieporteføljen. Investeringsstrategien og enhver investeringsbeslutning er baseret på ledelsens forventninger til fremtiden, såvel overordnet som i forhold til en konkret investering. Selskabet søger at tilvejebringe så fyldestgørende et beslutningsgrundlag som muligt og herudfra realistisk og nøgternt at afveje risici og afkastmuligheder. Alle væsentlige aktieinvesteringer understøttes af detaljerede regnearksmodeller med estimater for den fremtidige indtjeningsudvikling og et investment summary, der opsummerer baggrunden for investeringen og forventningerne til den fremtidige udvikling.

Selskabets bestyrelse har fastsat risiko- og eksponeringsrammer for forvaltningen. Selskabets aktuelle eksponering i forhold til disse opgøres og kontrolleres dagligt.

Selskabet har implementeret forretningsgange og kontrolsystemer til minimering af fejl og besvigelser. Der arbejdes løbende på at udvikle og forbedre systemerne.

SmallCap Danmark A/S' investeringsvirksomhed udøves delvist via det fuldtjede datterselskab Porteføljeselskab A/S. Styring og rapportering sker overordnet og samlet for de to selskaber. Hver morgen udarbejdes der en resultat- og porteføljeoversigt, der belyser udviklingen i selskabets resultater samt selskabets aktuelle eksponering. Resultat- og porteføljeoversigten danner grundlag for den daglige opgørelse og indrapportering af indre værdi til NASDAQ OMX Copenhagen A/S samt den løbende styring af porteføljen. Selskabet anvender endvidere et realtidsopdateret resultat- og styringsværktøj, der viser udviklingen i resultatet og eksponeringen igennem dagen.

Ved udgangen af hver måned udarbejdes der et månedsregnskab, hvorved den daglige opgørelse af resultater valideres samt værdipapirdepoter og likvider kontrolleres og afstemmes. Månedsrapporeringen danner grundlag for koncernens delårsrapporter. Delårsrapporterne revideres ikke.

Månedsrapporten for december danner udgangspunkt for årsrapporten. Årsrapporten revideres.

Koncernens bogførings-, rapporterings-, styrings- og kontrolsystemer, består af en kombination af eksternt og internt udviklede systemer.

Alle regnskaber m.m. udarbejdes internt af koncernens administration.

Selskabets ledelse vurderer ikke at der er væsentlige risici forbundet med måling og rapportering.

Selskabet er underlagt løbende kontrol fra en generalforsamlingsvalgt, lovpligtig, eksterne revision.

## **Samfundsansvar**

SmallCap Danmark A/S har ikke en politik for samfundsansvar, herunder menneskerettigheder og klimaforhold.

## **Mål for mangfoldighed**

Virksomhedens fokus på værdiskabelse og organisationens begrænsede størrelse betyder, at virksomheden i forbindelse med nyansættelse og udnævnelse af medarbejdere samt indstilling af nye medlemmer til bestyrelsen i høj grad må fokusere på viden, kompetencer og erfaringsgrundlag.

Bestyrelsen anerkender vigtigheden af mangfoldighed i selskabets ledelse og lægger vægt på, at der er lige muligheder for alle, herunder for begge køn.

Bestyrelsen har som mål, at mindst 20% af bestyrelsens medlemmer løbende udgøres af det til enhver tid underrepræsenterede køn. Aktuelt består bestyrelsen af en kvinde og to mænd.

## VEDERLAGSPOLITIK

### **Generelt**

Formålet med nærværende vederlagspolitik er at fastsætte principper for vederlæggelse af bestyrelse, direktion og nøglemedarbejdere, der fremmer realisering af selskabets overordnede målsætning om at skabe høj, langsigtet værditilvækst for dets aktionærer.

Afgørende for at opfylde målet om høj, langsigtet værditilvækst er at kunne tiltrække og fastholde højt kvalificerede bestyrelses- og direktionsmedlemmer samt nøglemedarbejdere. Alle vederlag fastsættes derfor således, at de er konkurrencedygtige samt afspejler den enkeltes kompetencer og arbejdets omfang.

Bestyrelsens og direktionens konkrete, årlige vederlag fremgår af årsrapporten.

### **Bestyrelsens vederlag**

Bestyrelsens honorering godkendes af generalforsamlingen.

Bestyrelsen modtager et fast honorar. Formanden for bestyrelsen modtager et forhøjet honorar, der afspejler det forhøjede arbejdsomfang dette hverv indebærer. Der er ingen incitamentprogrammer for bestyrelsesmedlemmer.

### **Direktionens vederlag**

Aflønningen af direktionen fastsættes af bestyrelsen.

Direktionens vederlag består af en fast løn og en incitamentbaseret aflønning. Vederlaget kan efter valg udbetales kontant, indbetales som pension eller udbetales i form af aktier efter gældende lovregler herom.

### **Nøglemedarbejderes vederlag**

Aflønningen af nøglemedarbejdere fastsættes af bestyrelsen efter indstilling fra direktionen.

Nøglemedarbejderes vederlag består af en fast løn og en incitamentbaseret aflønning. Vederlaget kan efter valg udbetales kontant, indbetales som pension eller udbetales i form af aktier efter gældende lovregler herom.

Som følge af selskabets ansøgning som selvforvaltende alternativ investeringsfond, vil bestyrelsen på selskabets ordinære generalforsamling d. 20. april 2015 fremsætte forslag til en opdateret vederlagspolitik.

## INCITAMENTPROGRAMMER

Bestyrelsen har vedtaget et incitamentssystem for selskabets ledende medarbejdere. Hensigten med systemet er at honorere relativ værdiskabelse, altså afkast udover udviklingen i small cap markedet generelt. Systemet arbejder med en bonussats på 20% af merafkastet og en treårig måleperioden således, at systemet i høj grad belønner langsigtet værdiskabelse. Dette er helt i tråd med den generelle udvikling i incitamentbaseret aflønning i den finansielle sektor.

Bonusordningen indeholder følgende hensættelses- og udbetalingskriterier:

### Hensættelse

Selskabet hensætter løbende (dagligt) til fremtidige bonusforpligtelser. Hensættelsen indregnes i den daglige opgørelse af indre værdi. Der hensættes systematisk 20% af merafkastet i forhold til OMXCXC20. Det er en forudsætning, at der i kalenderåret er opnået et absolut afkast, der overstiger 6%.

### Optjening / udbetaling

Når et regnskabsår er afsluttet og årets resultat og afkast er endeligt opgjort, opgøres der en bonuspulje som summen af bonus efter nedenstående to kriterier. Bonuspuljen fordeles diskretionært mellem de af ordningen omfattede ansatte.

- 1 års kriterium. Der optjenes 6,66% (1/3 af 20%) af merafkastet ifht. OMXCXC20 i det netop afsluttede regnskabsår. Det er en forudsætning, at afkastet før bonus overstiger 6%.
- 3 års kriterium. Der optjenes 13,33% (2/3 af 20%) af det gennemsnitlige årlige merafkastet ifht. OMXCXC20 over de senest tre afsluttede regnskabsår. Det er en forudsætning, at det gennemsnitlige årlige afkast før bonus er over 6%.

Afkastet opgøres efter alle ordinære omkostninger, men før eventuelle ekstraordinære indtægter og udgifter, skat samt bonus.

Udbetaling af bonus finder sted, når selskabets aktionærer på den ordinære generalforsamling har godkendt årsrapporten.

Der er ikke hensat til bonus i 2013 og 2014, da kriterierne ikke er opfyldt.

## BESTYRELSE OG DIREKTION

### Direktion

#### **Christian Reinholdt**

Adm. direktør siden d. 1. april 2014

#### **Niels Roth, formand**

Direktør

Medlem af bestyrelsen siden d. 23. marts 2004

Medlem af bestyrelsen i:

Friheden Invest A/S, formand

Fast Ejendom Danmark A/S, formand

Investeringsforeningen SmallCap Danmark, formand

TK Development A/S, formand

Arvid Nilssons Fond

Kirk Kapital

Realdania

Zira Invest II ApS, direktør

Zira Invest III ApS, direktør

#### **Merete Jørgensen**

Direktør

Medlem af bestyrelsen siden d. 20. april 2012.

Medlem af bestyrelsen i:

Aktieselskabet af 1/2 1972

Charlottehaven A/S

Eksuda A/S

Harald Simonsens Ejendomskontor Aps

Skjøtt & Co A/S

Investeringsforeningen SmallCap Danmark

THE CHARLOTTE BERGSOE SIMONSEN AND FINN HARALD SIMONSEN FOUNDATION

Scandiagade 19-21 ApS, direktør

H.S. Kryolitentreprise A/S, direktør

Harald Simonsens Ejendomskontor Aps, direktør

## **Per Søndergaard Pedersen**

Direktør

Medlem af bestyrelsen siden d. 14. marts 2002

Medlem af bestyrelsen i:

AG I A/S, formand

Arne Andersen A/S, formand

Athene Group A/S, formand

Bjørk & Maigård Holding ApS, formand

Conscensia A/S, formand

Conscensia Holding A/S, formand

Dansk Boligstål A/S, formand

EIPE Holding A/S, formand

GLC Management Invest ApS, formand

Global Car Leasing A/S, formand

Global Car Splitleasing A/S, formand

Ib Andersen A/S, formand

Ib Andersen A/S Øst, formand

Ib Andersen Ventilation A/S, formand

J.A. Plastindustri A/S, formand

K/S Waren, formand

Lindgaard A/S – Rådgivende Ingeniører F.R.I., formand

Nowaco A/S, formand

P.J. Skovværktøj ApS, formand

Restaurant Fusion A/S, formand

Tech-Tool A/S

Remergy A/S (næstformand)

Systemteknik A/S (næstformand)

A.A. Frederikshavn A/S

Arkitekterne Bjørk & Maigård ApS

Arne Andersen, Vrå A/S, byggegrunde

Discovery A/S

Ejendomsmægleraktieselskabet Thorkild Kristensen

Ejendomsmægleraktieselskabet Thorkild Kristensen Bolig

Ejendomsmægleraktieselskabet Thorkild Kristensen, Blokhus

Ejendomsmægleraktieselskabet Thorkild Kristensen Erhverv

Exclusive Travel Collection ApS

Hjallerup Maskinforretning A/S

Homekit A/S

JA Plastindustri Holding A/S

K/S Danske Dagligvarebutikker

Peacock A/S

PL Holding Aalborg A/S

P L Invest, Aalborg ApS

SmallCap Danmark A/S

ST Holding Aalborg A/S

Tech2Tech ApS

TK Development A/S

Tom Anton Andersen Reklamebureau A/S

Tom Anton Holding A/S

Ungbo Danmark A/S

Ungbo Danmark, Aalborg A/S

Ungbo Danmark, Holding A/S

Ungbo Danmark, København A/S  
Ungbo Danmark, Odense A/S  
Ungbo Danmark, Projekt A/S  
Ungbo Danmark Randers A/S  
Wahlberg VVS A/S  
A.S.P. Ejendom ApS, direktør  
J.A. Plastindustri Holding A/S, direktør  
PSP Holding ApS, direktør  
PSPSH Holding ApS, direktør

Bestyrelsens honorar for 2014 udgør:

Formand	250.000
Menigt medlem	125.000

Bestyrelsens og direktionens aflønning er nærmere beskrevet i note 5 til koncernregnskabet.

## BESTYRELSENS OG LEDENDE MEDARBEJDERES EJERANDEL

Navn	Antal aktier, stk	Ændring siden 31/12/13	Værdi, t.kr.	% af kapital
<b>Investeringssteam</b>				
Michael West Hybholt	4.775	-	295	0,1%
Christian Reinholdt	64.973	-	4.009	1,6%
Steffen Schouw	68.793	-	4.245	1,7%
<b>I alt</b>	<b>138.541</b>	<b>-</b>	<b>8.549</b>	<b>3,4%</b>
<b>Bestyrelse</b>				
Merete Jørgensen	525.000	-	32.393	12,7%
Per Søndergaard Pedersen	31.000	-	1.913	0,8%
Niels Roth	145.000	-	8.947	3,5%
<b>I alt</b>	<b>701.000</b>	<b>-</b>	<b>43.253</b>	<b>17,0%</b>
<b>I alt</b>	<b>839.541</b>	<b>-</b>	<b>51.802</b>	<b>20,4%</b>

Note: I opgørelsen indgår aktier ejet af Harald Simonsens Ejendoms kontor ApS hvor bestyrelsesmedlem i SmallCap Danmark A/S, Merete Jørgensen er direktør

Selskabets daglige ledelse og bestyrelse ejede ultimo 2014 aktier i selskabet for sammenlagt 51,8 mio. kr., svarende til 20,4% af selskabets aktiekapital. Ultimo 2013 ejede selskabets daglige ledelse og bestyrelsen tilsammen aktier for 108,4 mio. kr., svarende til 32,3% af selskabets aktiekapital. Reduktionen kan henføres til Jens Erik Høst udtrædelse af selskabet. Her udover er der ikke sket ændringer i beholdningerne i 2014.



## **BØRSMEDDELELSER, 2014**

- 01.2014 Hovedtal 2013
- 02.2014 Ændret finanskalender
- 03.2014 Ledelsesændring
- 04.2014 Årsrapport 2013
- 05.2014 Indkaldelse til ordinær generalforsamling
- 06.2014 Delårsrapport 1. kvartal 2014
- 07.2014 Forløb af ordinær generalforsamling
- 08.2014 Indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling
- 09.2014 Forløb af ekstraordinær generalforsamling
- 10.2014 Kapitalnedsættelse
- 11.2014 Delårsrapport 1. halvår 2014
- 12.2014 Delårsrapport 1-3. kvartal 2014
- 13.2014 Finanskalender 2015

## KONCERNREGNSKAB

### Totalindkomstopgørelse for 1. jan. - 31. dec.

	Note	2014 t.kr.	2013 t.kr.
Kursreguleringer	4	-29.710	72.323
Aktieudbytter	4	6.021	3.994
<b>Investeringsresultat</b>		<b>-23.689</b>	<b>76.317</b>
Finansielle poster, netto	4	-2.001	-1.576
Driftsomkostninger	5	7.921	7.490
<b>Resultat før skat</b>		<b>-33.611</b>	<b>67.251</b>
Skat af årets resultat	6	9.982	3.169
<b>Årets resultat</b>		<b>-43.593</b>	<b>64.082</b>
Anden totalindkomst		0	0
<b>Totalindkomst</b>		<b>-43.593</b>	<b>64.082</b>
<b>Resultatdisponering:</b>			
Forslået udbytte, 3 kr. pr. aktie		12.353	16.671
Overført til konto for overført resultat		-55.946	47.410
<b>Årets resultat</b>		<b>-43.593</b>	<b>64.082</b>
Resultat pr. aktie i kr. (EPS)	14	-9,9	14,9
Resultat pr. aktie i kr., udvandet (EPS D)	14	-9,9	14,9

## Balance pr. 31. december

<b>Aktiver</b>	Note	2014 t.kr.	2013 t.kr.
<b>Langfristede aktiver</b>			
<b>Materielle aktiver</b>			
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	8	155	258
<b>Materielle aktiver i alt</b>		<b>155</b>	<b>258</b>
<b>Andre langfristede aktiver</b>			
Deposita	9	164	164
Værdipapirer	10	282.535	378.849
Udskudt skatteaktiv	12	10.000	20.000
<b>Andre langfristede aktiver i alt</b>		<b>292.699</b>	<b>399.013</b>
<b>Langfristede aktiver i alt</b>		<b>292.854</b>	<b>399.271</b>
<b>Kortfristede aktiver</b>			
<b>Tilgodehavender</b>			
Andre tilgodehavender		370	248
<b>Tilgodehavender i alt</b>		<b>370</b>	<b>248</b>
Likvide beholdninger		11.990	4.348
<b>Kortfristede aktiver i alt</b>		<b>12.360</b>	<b>4.596</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>305.214</b>	<b>403.867</b>

## Balance pr. 31. december

<b>Passiver</b>	Note	2014 t.kr.	2013 t.kr.
<b>Egenkapital</b>			
Aktiekapital	11	82.500	88.000
Egne aktier		-455	-14.450
Overført resultat		159.687	227.361
Foreslået udbytte		12.353	16.671
<b>Egenkapital i alt</b>		<b>254.085</b>	<b>317.582</b>
<b>Kortfristede gældsforpligtigelser</b>			
Gæld til kreditinstitutter	15	45.422	82.116
Anden gæld		5.707	4.110
Skyldig selskabsskat		0	59
<b>Kortfristede gældsforpligtigelser i alt</b>		<b>51.129</b>	<b>86.285</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>305.214</b>	<b>403.867</b>
<b>Sikkerhedsstillelser og eventualforpligtelser, transaktioner med nærtstående og egne aktier</b>	17 - 19		

## Egenkapitalopgørelse

(t.kr.)	<u>Aktie-</u> <u>kapital</u>	<u>Egne</u> <u>aktier</u>	<u>Overført</u> <u>resultat</u>	<u>Foreslået</u> <u>Udbytte</u>	<u>Selskabets</u> <u>aktionærer</u>
<b>Saldo pr. 01.01.13</b>	104.276	-51.064	217.884	13.487	284.583
<b>Totalindkomst</b>	0	0	47.410	16.671	64.081
Udloddet udbytte	0	0	0	-12.976	-12.976
Køb af egne aktier	0	-18.106	0	0	-18.106
Salg af egne aktier	0	0	0	0	0
Annullering af egne aktier	-16.276	54.720	-38.444	0	0
Udbytte af egne aktier	0	0	511	-511	0
<b>Bevægelser med aktionærene</b>	<b>-16.276</b>	<b>36.614</b>	<b>-37.933</b>	<b>-13.487</b>	<b>-31.082</b>
<b>Egenkapital pr. 31.12.13</b>	<b>88.000</b>	<b>-14.450</b>	<b>227.361</b>	<b>16.671</b>	<b>317.582</b>
<b>Totalindkomst</b>	0	0	-55.946	12.353	-43.592
Udloddet udbytte	0	0	0	-16.494	-16.494
Køb af egne aktier	0	-3.410	0	0	-3.410
Salg af egne aktier	0	0	0	0	0
Annullering af egne aktier	-5.500	17.405	-11.905	0	0
Udbytte af egne aktier	0	0	177	-177	0
<b>Bevægelser med aktionærene</b>	<b>-5.500</b>	<b>13.995</b>	<b>-11.728</b>	<b>-16.671</b>	<b>-19.904</b>
<b>Egenkapital pr. 31.12.14</b>	<b>82.500</b>	<b>-455</b>	<b>159.687</b>	<b>12.353</b>	<b>254.086</b>

Udbytte pr. aktie fremgår af hoved- og nøgletaloversigt på side 2.

## Pengestrømsopgørelse for 1. jan. - 31. dec.

	Note	2014 t.kr.	2013 t.kr.
<b>Pengestrømme fra driften</b>			
Koncernens årsresultat		-43.593	64.083
Reguleringer ikke likvide bevægelser	13	49.124	-65.770
Ændringer i driftskapital	13	-307	433
<b>Pengestrømme fra drift</b>		<b>5.224</b>	<b>-1.254</b>
<b>Pengestrømme fra investeringsaktiviteter</b>			
Køb af driftsmidler m.v.		0	-306
Køb af børsnoterede værdipapirer		-172.676	-193.064
Salg af børsnoterede værdipapirer		231.692	173.859
<b>Pengestrømme fra investeringsaktiviteter i alt</b>		<b>59.016</b>	<b>-19.511</b>
<b>Pengestrømme fra finansieringsaktiviteter</b>			
Udbytte		-16.494	-12.976
Optagelse af bankgæld		0	55.726
Afdrag af bankgæld		-36.694	0
Køb af egne aktier		-3.410	-18.106
<b>Pengestrømme fra finansieringsaktiviteter i alt</b>		<b>-56.598</b>	<b>24.644</b>
<b>Årets forskydning i likvide beholdninger</b>		<b>7.642</b>	<b>3.880</b>
Likvide beholdninger pr. 01.01.		4.348	468
Årets forskydning i likvide beholdninger		7.642	3.880
<b>Likvide beholdninger pr. 31.12.</b>		<b>11.990</b>	<b>4.348</b>

## Noter til koncernregnskab

1. Anvendt regnskabspraksis
2. Væsentlige regnskabsmæssige skøn og vurderinger
3. Finansielle risici
4. Finansielle indtægter og omkostninger fordelt på kategorier
5. Driftsomkostninger
6. Skat af årets resultat
7. Indretning af lejede lokaler
8. Andre anlæg, driftsmateriel og inventar
9. Deposita
10. Andre værdipapirer og kapitalandele
11. Aktiekapital
12. Udskudt skat
13. Specifikation til pengestrømsopgørelsen
14. Årets resultat pr. aktie
15. Gæld til kreditinstitutter
16. Egne aktier
17. Kategorier af finansielle aktiver og forpligtelser
18. Sikkerhedsstillelser og eventualforpligtelser
19. Nærtstående parter

# Noter til koncernregnskab

## Note 1. Anvendt regnskabspraksis

### Generelt

Koncernregnskabet for SmallCap Danmark A/S for 2014 aflægges i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards (IFRS) som godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter, jf. de af NASDAQ OMX Copenhagen A/S stillede krav til regnskabsaflæggelse for børsnoterede selskaber og IFRS-bekendtgørelsen udstedt i henhold til årsregnskabsloven.

Koncernregnskabet er aflagt i danske kroner.

Regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste år.

### Nye og ændrede standarder samt fortolkningsbidrag

SmallCap Danmark har med virkning fra 1. januar 2014 implementeret; IFRS 10 Koncernregnskaber, IFRS 11 Joint Arrangements, IFRS 12 Oplysninger om kapitalandele i andre virksomheder og IAS 28 (2011) Investeringer i associerede virksomheder og joint ventures.

SmallCap Danmark har endvidere implementeret amendments til IFRS 10, IFRS 12 og IAS 27 vedr. investeringsvirksomheder. Ændringen undtager virksomheder, som opfylder definitionen på en investeringsvirksomhed, fra kravet om konsolidering af dattervirksomheder.

De nye standarder og fortolkningsbidrag har ikke påvirket indregning og måling i 2014 og dermed heller ikke resultat og resultat pr. aktie, men har givet anledning til enkelte nye noteoplysninger.

### Nye og ændrede standarder og fortolkningsbidrag, der endnu ikke er trådt i kraft

IASB har på tidspunktet for offentliggørelse af denne årsrapport udsendt følgende nye og ændrede regnskabsstandarder og fortolkningsbidrag, der ikke er obligatoriske for SmallCap Danmark A/S ved udarbejdelsen af årsrapporten for 2014:

- IFRS 9, IFRS 14 og IFRS 15, amendments til IAS 1, IAS 16, IAS 19, IAS 27, IAS 28, IAS 38 og IAS 41, IFRS 10, IFRS 11 og IFRS 12, dele af Annual Improvements to IFRSs 2010-2012 Cycle, Annual Improvements to IFRSs 2011-2013 Cycle samt Annual Improvements to IFRSs 2012-2014 Cycle.

Af ovenstående er amendment til IAS 19, Annual Improvements to IFRSs 2010-2012 Cycle samt Annual Improvements to IFRSs 2011-2013 Cycle godkendt af EU.

De godkendte ikke-ikrafttrådte standarder og fortolkningsbidrag implementeres i takt med, at de bliver obligatoriske for SmallCap Danmark A/S. Ingen af de nye standarder eller fortolkningsbidrag forventes at få væsentlig indvirkning på indregning og måling for SmallCap Danmark A/S, idet analysen af den forventede effekt af implementeringen af IFRS 9 dog endnu ikke er færdig.

IFRS 9 "Financial Instruments", der erstatter IAS 39, ændrer klassifikation og den deraf afledte måling af finansielle aktiver og forpligtelser. SmallCap Danmark A/S forventer, at standarden vil få mindre betydning. Standarden forventes at blive obligatorisk for regnskabsår, der begynder 1. januar 2018 eller senere.

Herudover skal selskabet som følge af selskabets ansøgning som selvforvaltende alternativ investeringsfond fremover tillige opfylde Finanstilsynets krav til regnskabsaflæggelse. Dette vil ikke medføre ændringer i indregning og måling, men får i et vist omfang betydning for præsentationen af selskabets resultatopgørelse og balance.



# Noter til koncernregnskab

## Note 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

### Generelt om indregning og måling

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde selskabet, og aktivets værdi kan måles pålideligt. Forpligtelser indregnes i balancen, når de er sandsynlige og kan måles pålideligt. Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til kostpris. Efterfølgende måles aktiver og forpligtelser som beskrevet for hver enkelt regnskabspost.

Visse finansielle aktiver og forpligtelser måles til amortiseret kostpris, hvorved der indregnes en konstant effektiv rente over løbetiden. Amortiseret kostpris opgøres som oprindelig kostpris med fradrag af eventuelle afdrag samt tillæg/fradrag af den akkumulerede amortisering af forskellen mellem kostpris og nominelt beløb. Ved indregning og måling tages hensyn til gevinster, tab og risici, der fremkommer, inden årsrapporten aflægges, og som be- eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen. Indtægter indregnes i resultatopgørelsen i takt med, at de indtjenes, herunder indregnes værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtigelse, der måles til dagsværdi eller amortiseret kostpris. Endvidere indregnes omkostninger, der er afholdt for at opnå årets indtjening, herunder afskrivninger, nedskrivninger og hensatte forpligtelser samt tilbageførsler som følge af ændrede regnskabsmæssige skøn af beløb, der tidligere har været indregnet i resultatopgørelsen.

### Konsolideringsprincipper

Koncernregnskabet omfatter årsregnskabet for moderselskabet og de selskaber, hvori moderselskabet ejer mere end 50% af aktiekapitalen, eller hvori moderselskabet på anden måde udøver bestemmende indflydelse. Erhvervede datterselskaber medtages i resultatopgørelsen fra købstidspunktet, og solgte selskaber medtages indtil salgstidspunktet. Koncernregnskabet udarbejdes på grundlag af regnskaber for moderselskabet og dattervirksomhederne ved sammenlægning af regnskabsposter med ensartet indhold og med efterfølgende eliminering af interne transaktioner, interne aktiebesiddelser og mellemværender samt urealiserede koncerninterne fortjenester og tab. Koncernregnskabet er baseret på regnskaber udarbejdet i overensstemmelse med den anvendte regnskabspraksis for SmallCap Danmark A/S koncernen.

### Kritisk regnskabspraksis

SmallCap Danmark A/S indregner investeringer til dagsværdi med regulering over resultatopgørelsen. Den anvendte regnskabspraksis betyder i praksis, at der i årets nettoresultat også er indregnet urealiserede gevinster/tab, hvorfor der som følge heraf kan være væsentlige afvigelser fra år til år i det viste nettoresultat, i forhold til realiseret nettoresultat.

### Segmentoplysninger

Det er ledelsens vurdering at selskabet kun opererer med ét segment.

### Indregning af indtægter

Som indtægt indregnes realiserede og urealiserede kursgevinster og tab på værdipapirer klassificeret som dagsværdi via resultatopgørelsen, og modtagne udbytter indregnes under investeringsresultatet. Renteindtægter m.v. indregnes under finansielle poster, netto.

### Indregning af udgifter

Renteudgifter m.v. indregnes under finansielle poster, netto.

# Noter til koncernregnskab

## Note 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

### Driftsomkostninger

#### *Personaleomkostninger:*

Gager, bidrag til social sikring, feriepenge, bestyrelshonorar, bonus til medarbejdere og aktiebaseret vederlæggelse, jfr. særskilt beskrivelse, indregnes i det regnskabsår hvor arbejdsydelsen er udført for koncernen. Herudover indregnes omkostninger såsom kurser, annoncering og øvrige omkostninger afholdt i forbindelse med det ansatte personale.

#### *Andre omkostninger:*

Der indregnes her afskrivninger, husleje, it-omkostninger, omkostninger til børsnotering, advokat, revisor og lignende.

### Skat af årets resultat

Skat af årets resultat omfatter dels årets aktuelle skat, dels årets forskydning i den opgjorte udskudte skat samt eventuelle reguleringer vedrørende tidligere år. Selskabet er omfattet af de danske regler om obligatorisk national sambeskatning for SmallCap Danmark A/S-koncernens tilknyttede virksomheder. Moderselskabet SmallCap Danmark A/S er administrationselskab for sambeskatningen og afregner som følge heraf alle betalinger af selskabsskat overfor skattemyndighederne. Den aktuelle selskabsskat fordeles ved afregningen af sambeskatningsbidraget mellem de sambeskattede virksomheder i forhold til disses skattepligtige indkomster. I tilknytning hertil modtager virksomheder med skattepligtigt underskud sambeskatningsbidrag fra virksomheder, der har kunnet anvende dette underskud til nedsættelse af eget skattemæssigt overskud.

### Indregning af aktiver og forpligtelser:

#### Materielle anlægsaktiver

Materielle anlægsaktiver værdiansættes til kostpris med fradrag af afskrivninger. Afskrivningerne beregnes lineært over den forventede økonomiske brugstid, der som hovedregel er fra 3 til 6 år.

#### Værdipapirer

Værdipapirer, der styres, og hvis resultater vurderes på baggrund af ændringer i dagsværdier i overensstemmelse med koncernens dokumenterede investeringsstrategi, klassificeres som "værdipapirer til dagsværdi via resultatopgørelsen". Oplysninger om disse finansielle aktiver til dagsværdi benyttes i den interne rapportering til koncernens ledelse. Disse værdipapirer indregnes som hovedregel som finansielle anlægsaktiver.

Værdipapirerne måles ved første indregning på handelsdagen til kostpris inklusive transaktionsomkostninger. Efterfølgende måles værdipapirerne til dagsværdi via resultatopgørelsen. Afkastet af værdipapirerne er indeholdt i investeringsresultatet. Dagsværdi for børsnoterede værdipapirer udgøres af børskursen (slutkurs) på balancetidspunktet. Dagsværdien for ikke børsnoterede værdipapirer udgøres, hvor der forefindes et aktivt marked, af markedskursen på balancetidspunktet og ellers af en skønnet markedskurs. Såfremt markedskursen ikke kan skønnes pålideligt, anvendes kostprisen inklusive transaktionsomkostninger som dagsværdi.

Associerede virksomheder er virksomheder, hvori koncernen har betydelig, men ikke bestemmende indflydelse, på de økonomiske og driftsmæssige beslutninger. Kapitalandele, der ejes som led i koncernens investeringsportefølje, indregnes i balancen til dagsværdi, selvom koncernen har betydelig indflydelse på sådanne selskaber. Denne regnskabsmæssige behandling er tilladt i henhold til IAS 28.

# Noter til koncernregnskab

## Note 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

Investeringer i associerede virksomheder, hvis investeringerne ved første indregning klassificeres som investeringer til dagsværdi over resultatopgørelsen. I stedet behandles disse investeringer regnskabsmæssigt efter IAS 39, hvor ændringer i dagsværdi indregnes over resultatopgørelsen.

Koncernen har på balancedagen en betydelig ejerandel i Investeringsforeningen SmallCap Danmark. Investeringen indregnes som en del af værdipapirporteføljen, da undtagelsen for venturekapitalorganisationer anvendes ved første indregning.

### Tilgodehavender

Tilgodehavender måles til amortiseret kostpris. Der nedskrives til en nettorealiseringsværdi hvor denne er lavere.

### Egne aktier

Kostprisen ved erhvervelse af egne aktier fragår direkte i egenkapitalen. Salgsprisen ved en eventuel senere afhændelse vil blive ført direkte over egenkapitalen. Skatteeffekten ved afhændelse af egne aktier indregnes over egenkapitalen.

### Forpligtelser

Forpligtelser måles til amortiseret kostpris, medmindre andet er specificeret.

### Skat

Skat af årets resultat afsættes med skatten af den opgjorte skattepligtige indkomst for året. Der benyttes her den aktuelle skattesats. Udskudt skat afsættes efter den balanceorienterede gælds metode og omfatter midlertidige forskelle mellem regnskabsmæssige og skattemæssige værdier samt eventuelle skattemæssige underskud. Skatteværdien af fremførbare skattemæssige underskud indgår i opgørelsen af den udskudte skat, såfremt det er sandsynligt, at disse og andre skattemæssige aktiver vil blive udnyttet i fremtidig skattepligtig indkomst.

### Udbytte

Foreslået udbytte indregnes som en forpligtigelse på tidspunktet for vedtagelse på den ordinære generalforsamling (deklareringstidspunktet). Udbytte, som forventes udbetalt for året, vises som en særskilt post under egenkapitalen.

### Nøgletal

Nøgletal er beregnet i henhold til Den Danske Finansanalytikerforenings vejledning "Anbefalinger & Nøgletal 2010".

### Pengestrømsopgørelse

Pengestrømsopgørelsen viser koncernens pengestrømme fordelt på driftsaktivitet, investeringsaktivitet og finansieringsaktivitet for året, årets forskydning i likvider samt koncernens likvider ved årets begyndelse og slutning. Pengestrømme fra driftsaktivitet opgøres som koncernens andel af resultatet reguleret for ikke kontante driftsposter, ændring i driftskapital samt betalt selskabsskat. Pengestrømme fra investeringsaktivitet omfatter betaling i forbindelse med køb og salg af immaterielle, materielle og finansielle anlægsaktiver. Pengestrømme fra finansieringsaktivitet omfatter ændringer i størrelse eller sammensætning af moderselskabets aktiekapital og omkostninger forbundet hermed samt optagelse af lån, afdrag på rentebærende gæld samt betaling af udbytte til aktionærer. Likvider omfatter likvide beholdninger samt kortfristede værdipapirer med en løbetid på under 3 måneder, og som uden hindring kan omsættes til likvide beholdninger, og hvorpå der kun er ubetydelig risiko for værdiændringer.

# Noter til koncernregnskab

## Note 2. Væsentlige regnskabsmæssige skøn og vurderinger

### Skatteaktiv

Realiserede, fremførbare skattemæssige underskud og aktietab er aktiveret i det omfang der er en høj grad af sandsynlighed for, at de kan udnyttes indenfor en tidshorisont på 3 til 5 år. Fremførte underskud og aktietab kan anvendes til modregning i fremtidige, skattepligtige kursgevinster, og udbytter m.v.

Udnyttelse af skatteaktivet forudsætter at der oparbejdes skattepligtige indtægter og at selskabet, som hidtil, beskattes efter de almindelige regler og ikke efter reglerne i aktieavancebeskatningslovens §19 (ABL19). Ledelsen i SmallCap Danmark A/S bestræber sig løbende på ikke at falde ind under reglerne i ABL19, da de efter ledelsens opfattelse fører til en væsentlig forøget effektiv beskatning af selskabets aktionærer. ABL19 indeholder således en undtagelsesbestemmelse, der betyder at selskaber, der i gennemsnit over skatteåret har mere end 15% af balancesummen investeret i aktieposter hvor ejerandelen overstiger 10%, ikke er omfattet af ABL19. SmallCap Danmark A/S har på denne baggrund aldrig været beskattet efter reglerne i ABL19.

Skatteaktivet udgør pr. 31. december 2014 10,0 mio. kr., svarende til 3,3% af selskabets balance hhv. 3,9% af selskabets egenkapital. Udnyttelse af skatteaktivet forudsætter at der over de kommende tre år oparbejdes skattepligtige nettoindtægter svarende til i gennemsnit årligt 15,5% af egenkapitalen excl. skatteaktivet. Beregnet over fem år er afkastkravet gennemsnitligt 8,0% p.a.

Ultimo 2013 udgjorde skatteaktivet 20,0 mio. kr., svarende til 5,0% af selskabets daværende balance hhv. 6,3% af selskabets daværende egenkapital. Udnyttelse af skatteaktivet forudsatte at der fra udgangen af 2013 og over de efterfølgende henholdsvis tre og fem år oparbejdes skattepligtige nettoindtægter svarende til 8,3% hhv. 4,9% p.a. af selskabets daværende egenkapital excl. skatteaktivet.

Skatteaktivet er indregnet efter ledelsens bedste skøn.

i mio. kr.	Skattemæssige under- skud og aktietab	Skatteaktiv
Primo 2013	199,4	23,0
Forbrugt i året	42,5	10,6
Tilgang	0,0	7,6
Ultimo 2013	156,9	20,0
Tilgang	21,6	0,0
Afgang	0,0	10,0
Ultimo 2014	178,5	10,0

Værdiansættelsen af selskabets udskudte skatteaktiv er baseret på en forsigtigt skønnet vurdering af selskabets skattepligtige indtægter over de kommende tre til fem år fra balancedagen. I vurderingen indgår udover forventningerne til selskabets fremtidige afkast en skønnet fordeling mellem skattefrie og skattepligtige investeringer og indtægter. Værdiansættelsen er baseret på en selskabsskattesats på 22% fra skatteåret 2016 og frem.

# Noter til koncernregnskab

## Note 3 Finansielle risici

### Markedsrisiko

Aktieinvestering er langsigtet investering hvor resultatet skal bedømmes over en længere tidshorisont. Dette gælder i særlig grad for SmallCap Danmark A/S i kraft af selskabets fokuserede investeringskoncept og fokus på forholdsvis illikvide aktier.

Afkastet kan variere betydeligt fra periode til periode, såvel absolut som relativt i forhold til aktiemarkedet generelt og i forhold til udviklingen indenfor selskabets investeringsområde. Værdien af selskabets aktier kan derfor på et vilkårligt tidspunkt være højere, lavere eller det samme som værdien på investeringstidspunktet.

Følgende faktorer kan efter selskabets ledelses opfattelse være af særlig betydning for udviklingen i værdien af selskabets investeringer og dermed den indre værdi af aktier udstedt af selskabet: 1) Udsving på aktiemarkedene generelt, 2) Udsving i kurserne på small cap aktier, 3) Udsving i værdien af selskabets aktieportefølje, 4) Udsving i valutakurser og 5) Kreditrisiko på selskabets likvider.

#### *Udsving på aktiemarkedene generelt*

Udsvingene på aktiemarkedene kan være betydelige. Overordnede udsving kan være en reaktion på makroøkonomiske forhold, internationale og nationale politiske forhold, lovgivnings- og reguleringsmæssige forhold, markedsmæssige forhold, branchemæssige forhold m.m. Der er tendens til, at udsvingene i aktiekurser korrelerer på tværs af segmenter, herunder brancher og markeder.

#### *Udsving i kurserne på small cap aktier*

Kursudviklingen på small cap aktier kan i perioder afvige betydeligt, i såvel positiv som negativ retning, fra den generelle udvikling på aktiemarkedet. Dette kan skyldes forskelle i likviditet og likviditetspræference, investorbekvæmhed, hvilke investorer der er aktive i markedet såvel som den generelle markedsstemning.

Small cap segmentet omfatter både etablerede virksomheder og relativt unge og nystartede virksomheder. Som helhed opfattes small cap segmentet ofte som mere risikobetonet end aktiemarkedet generelt. Dette kan skyldes, at små og mellemstore virksomheder ofte er mere hjemmemarkedsorienterede, er mere nicheorienterede, har begrænsede finansielle og ledelsesmæssige ressourcer og, hvad angår relativt nystartede virksomheder, endnu har uprøvede produkter og/eller forretningsmodeller. Hertil kommer aktiemarkedsrelaterede forhold så som (periodevis) skift i likviditets- og investorpræference.

#### *Udsving i værdien af selskabets aktieportefølje*

Selskabets investeringskoncept er caseorienteret og indebærer således en fokuseret portefølje af nøje udvalgte investeringer. Selskabets resultater er derfor i høj grad afhængige af, hvornår potentialet i enkeltinvesteringer materialiseres. Den fokuserede porteføljestrategi bevirker, at selskabets afkast i perioder kan afvige væsentligt (positivt såvel som negativt) fra den overordnede markedsudvikling, såvel som udviklingen i small cap segmentet.

# Noter til koncernregnskab

## Note 3 Finansielle risici (fortsat)

Selskabet tilstræber en risikoprofil, der ikke afviger væsentligt fra aktiemarkedet som helhed. Selskabet søger at begrænse risikoen ved small cap investering og den fokuserede porteføljestrategi gennem et højt kendskabsniveau til de aktier der indgår i porteføljen.

Den illikviditet, der kendetegner mange small cap aktier betyder, at selskabet kan have vanskeligt ved at realisere f.eks. fejlslagne investeringer.

Baseret på koncernens positioner pr. 31. december 2014, ville en stigning/fald på 10% i aktiekurser medføre en gevinst/tab for koncern på DKK 28,3 mio. kr. (2013: DKK 37,9 mio. kr.), og en tilsvarende positiv/negativ ændring i koncernens egenkapital.

### *Udsving i valutakurser*

Selskabets investeringsunivers er small cap virksomheder i Skandinavien. Der investeres primært i børsnoterede danske virksomheder, sekundært i børsnoterede skandinaviske virksomheder, med hovedvægt på Sverige.

Investering i udenlandske værdipapirer giver eksponering i fremmed valuta. Selskabet afdækker ikke udsving i valutakurser og udsvingene kan derfor påvirke selskabets afkast. Da der primært investeres i danske aktier og forholdet mellem DKK og valutaerne i de øvrige lande, der indgår i selskabets investeringsunivers, historisk har været relativt stabilt, vurderer selskabet at selskabets valutakursrisiko er forholdsvis lav.

Ved udgangen af 2014 havde selskabet en valutaeksponering (USD) på 15,5 mio. kr. En ændring i USD/DKK på 1%-point vil påvirke selskabets resultat med +/-155 t.kr. før skat. Ultimo 2013 var selskabets valutaeksponering (USD) på 23,0 mio. kr. En ændring i USD/DKK på 1%-point vil påvirke selskabets resultat med +/-230 t.kr. før skat.

### *Udsving i renter*

Selskabet rentebærende gæld var ultimo 2014 på 45,4 mio. kr. En renteændring på 1%-point vil med et uændret gælds niveau selskabets renteomkostninger med 454 t.kr. pa. før skat.

Selskabet rentebærende gæld var ultimo 2013 på 82,1 mio. kr. En renteændring på 1%-point vil med et uændret gælds niveau øge selskabets renteomkostninger med 821 t.kr. pa. før skat.

## **Kreditrisiko**

Selskabet har en politik for placering af selskabets likvider. Selskabet har foretaget en konkret vurdering af hvilke pengeinstitutter der med lav tabsrisiko kan placeres likvider hos og ud fra en konkret vurdering fastsat grænser for hvor mange midler, der kan placeres hos det enkelte institut.

Selskabets depotbank er Ringkøbing Landbobank. Selskabet vurderer, at risikoen ved indskud i Ringkøbing Landbobank er lav.

## **Likviditetsrisiko**

Likviditeten i de investeringer der indgår i selskabets aktieportefølje varierer i betydelig grad. Op mod halvdelen af aktieporteføljen vurderes dog at kunne realiseres indenfor kort tid og uden væsentlige likviditetsomkostninger.

Selskabet havde ultimo 2014 likvider på 12,0 mio. kr. og uudnyttede kreditter på 54,6 mio. kr.

Selskabets løbende likviditetsbehov til opretholdelse af drift udgør i omkring 10 mio. kr. p.a.

# Noter til koncernregnskab

## Note 4. Finansielle indtægter og omkostninger fordelt på kategorier

	2014	2013
<b>Finansielle Indtægter</b>		
<i>Finansielle indtægter på aktiver målt til dagsværdi i resultatopgørelsen</i>	<b>t.kr.</b>	<b>t.kr.</b>
Realiserede kursavancer	9.412	10.118
Urealiserede kursavancer	17.356	73.509
Aktieudbytter	6.021	3.994
<b>I alt</b>	<b>32.789</b>	<b>87.621</b>
<i>Finansielle indtægter på udlån og tilgodehavender</i>		
Øvrige renteindtægter	424	380
<b>I alt</b>	<b>424</b>	<b>380</b>
<b>Finansielle indtægter i alt</b>	<b>33.213</b>	<b>88.001</b>
<b>Finansielle omkostninger</b>		
<i>Finansielle omkostninger på aktiver målt til dagsværdi i resultatopgørelsen</i>		
Realiserede kurstab	-6.416	-8.286
Urealiserede kurstab	-50.062	-3.018
<b>I alt</b>	<b>-56.478</b>	<b>-11.304</b>
<i>Finansielle omkostninger på udlån og tilgodehavender</i>		
Renteomkostninger	-2.425	-1.956
<b>I alt</b>	<b>-2.425</b>	<b>-1.956</b>
<b>Finansielle omkostninger i alt</b>	<b>-58.903</b>	<b>-13.260</b>
<b>Finansielle indtægter og omkostninger i alt</b>	<b>-25.690</b>	<b>74.741</b>
<i>Finansielle indtægter og omkostninger i resultatopgørelsen</i>		
Kursreguleringer	-29.710	72.323
Aktieudbytter	6.021	3.994
Finansielle poster, netto	-2.001	-1.576
<b>I alt</b>	<b>-25.690</b>	<b>74.741</b>

## Note 5. Driftsomkostninger

### Posten kan i hovedposter specificeres således:

Personaleomkostninger	3.280	3.632
Afskrivninger	103	52
Omkostninger forbundet med investeringer, børsnotering	639	300
Husleje, IT, kontorhold	1.100	1.243
Advokat m.m.	1.911	1.720
Andre administrationsomkostninger	888	543
<b>Driftsomkostninger i alt</b>	<b>7.921</b>	<b>7.490</b>

## Noter til koncernregnskab

### Note 5. Driftsomkostninger (fortsat)

#### Personaleomkostningerne sammensættes således:

	2014 t.kr.	2013 t.kr.
Bestyrelse	500	609
Direktion	1.431	706
Øvrige medarbejdere	1.322	2.297
Sociale udgifter inkl. lønsum	26	20
<b>Personaleomkostninger i alt</b>	<b>3.280</b>	<b>3.632</b>

Gennemsnitligt antal beskæftigede

4 4

#### Aflønningen kan specificeres således:

##### Bestyrelse

Formanden	250	250
Andre medlemmer	250	359
	500	609

##### Direktion

Løn	1.431	706
	1.431	706

##### Bonus

Selskabet har indgået bonusaftaler med dets direktør samt andre ledende medarbejdere.

Bonus tildeles der efter en konkret vurdering.

Selskabets bonusprogram er nærmere beskrevet på side 27.

Der er ikke hensat til resultatafhængig bonus i 2013 og 2014.



# Noter til koncernregnskab

## Note 5. Driftsomkostninger (fortsat)

### Andre oplysninger

Posten andre administrationsomkostninger indeholder følgende udgifter til revisor:

Honorar til Ernst & Young

Godkendt revisionspartnerselskab

Lovpligtig revision

Andre erklæringsopgaver med sikkerhed

**I alt**

	2014 t.kr.	2013 t.kr.
	188	250
	0	8
<b>I alt</b>	<b>188</b>	<b>258</b>

## Note 6. Skat af årets resultat

Aktuel skat

Regulering af udskudt skat

Skat tidligere år

**Skat af årets resultat i alt**

	0	60
	10.000	3.000
	-18	109
<b>Skat af årets resultat i alt</b>	<b>9.982</b>	<b>3.169</b>

### Skat af årets resultat kan forklares således:

Skatteprocent

Effekt af ikke skattepligtige indtægter

Andre reguleringer

**Effektiv skatteprocent**

	24,5%	25,0%
	-7,3%	-8,2%
	-46,9%	-12,1%
<b>Effektiv skatteprocent</b>	<b>-29,7%</b>	<b>4,7%</b>

## Note 7. Indretning af lejede lokaler

Kostpris pr. 01.01.

Årets tilgang

Årets afgang

**Kostpris pr. 31.12.**

	0	565
	0	0
	0	565
<b>Kostpris pr. 31.12.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Af- og nedskrivning pr. 01.01.

Afskrivning vedr. afgang i året

Årets af- og nedskrivning

**Af- og nedskrivning pr. 31.12.**

	0	565
	0	565
	0	0
<b>Af- og nedskrivning pr. 31.12.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

**Bogført værdi pr. 31.12.**

	0	0
--	---	---

## Noter til koncernregnskab

### Note 8. Andre anlæg, driftsmateriel og inventar

	2014 t.kr.	2013 t.kr.
Kostpris pr. 01.01.	404	94
Årets tilgang	0	310
Årets afgang	0	0
<b>Kostpris pr. 31.12.</b>	<b>404</b>	<b>404</b>
Af- og nedskrivning pr. 01.01.	146	94
Afskrivning vedr. afgang i året	0	0
Årets af- og nedskrivning	103	52
<b>Af- og nedskrivning pr. 31.12.</b>	<b>249</b>	<b>146</b>
<b>Bogført værdi pr. 31.12.</b>	<b>155</b>	<b>258</b>

### Note 9. Deposita

Kostpris pr. 01.01.	164	168
Årets tilgang	0	131
Årets afgang	0	135
<b>Kostpris pr. 31.12.</b>	<b>164</b>	<b>164</b>

### Note 10. Andre værdipapirer og kapitalandele

Kostpris pr. 01.01.	294.276	288.371
Årets tilgang	172.676	193.064
Årets afgang	207.324	187.159
<b>Kostpris pr. 31.12.</b>	<b>259.628</b>	<b>294.276</b>
Opskrivninger pr. 01.01.	94.770	49.776
Årets opskrivninger	-16.669	44.994
<b>Opskrivninger pr. 31.12.</b>	<b>78.101</b>	<b>94.770</b>
Nedskrivninger pr. 01.01.	-10.197	-48.994
Årets nedskrivninger	-44.997	38.797
<b>Nedskrivninger pr. 31.12.</b>	<b>-55.194</b>	<b>-10.197</b>
<b>Bogført værdi pr. 31.12.</b>	<b>282.535</b>	<b>378.849</b>

Investeringsbeviser i Investeringsforeningen SmallCap Danmark er ultimo 2014 indregnet under værdipapirer til dagsværdi med 54,5 mio. kr. og der er indregnet en resultatandel på -8,1 mio. kr. i resultatopgørelsen under kursreguleringer. Ultimo 2013 var der under værdipapirer indregnet investeringsbeviser i Investeringsforeningen SmallCap Danmark med en dagsværdi på 65,4 mio. kr. og i 2013 indregnet en resultatandel på 18,7 mio. kr. i resultatopgørelsen under kursreguleringer.

Den seneste offentlige tilgængelige regnskabsmæssige information, for investering i Investeringsforeningen SmallCap Danmark er præsenteret efterfølgende. Investeringsforeningen SmallCap Danmark har balancedag per 31. december. Aktiver i alt per 31. december 2014 udgør 101,0 mio. kr. (2013: 120,6 mio.

kr.). Anden gæld per 31. december 2014 udgør 1,5 mio. kr. (2013: 1,0 mio. kr.). Egenkapital per 31. december 2014 udgør 99,5 mio. kr. (2013: 119,6 mio. kr.).

SmallCap Danmark A/S ejer via Porteføljeselskab A/S pr. 31. december 2014 54,9% af kapitalen i Investeringsforeningen SmallCap Danmark. Som følge af en stemmeretsbegrænsning kan selskabet maksimalt stemme med 10%. SmallCap Danmark A/S har via Porteføljeselskab A/S betydelig men ikke bestemmende indflydelse over Investeringsforeningen SmallCap Danmark. Kapitalandelen i Investeringsforeningen indregnes efter undtagelsen i IAS 28 for ventureselskaber til dagsværdi med værdiregulering i resultatopgørelsen.

Investeringen indgår i selskabets generelle investeringsportefølje og klassificeres således som andre værdipapirer og kapitalandele.

## Noter til koncernregnskab

### Note 11. Aktiekapital

	2014	2013
	t.kr.	t.kr.
Saldo pr. 01.01.	88.000	104.276
Årets afgang	5.500	16.276
<b>Saldo pr. 31.12.</b>	<b>82.500</b>	<b>8.800</b>

Aktiekapitalen består af 4.125.000 stk. á nom. 20 kr., hvoraf 3.566.457 stk. er noteret på navn i selskabets aktiebog. Aktiekapitalen er ikke fordelt i klasser og ingen aktier har særlige rettigheder. Egne aktier, se note 16.

Øvrige kapitalforhold vedrørende likviditet og gearing henvises til side 8.

### Note 12. Udskudt skat

#### Udskudt skatteaktiv

Saldo pr. 01.01.	20.000	23.000
Forbrugt i året	10.000	10.625
Tilgang	0	7.625
<b>Saldo pr. 31.12.</b>	<b>10.000</b>	<b>20.000</b>

#### Udskudt skat

Saldo pr. 01.01.	0	0
Årets forskydning	0	0
<b>Udskudt skat pr. 31.12.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

#### Grundlaget for de udskudte skatter fordeler sig således:

Skattemæssige tab til fremførsel	45.000	85.000
<b>I alt</b>	<b>45.000</b>	<b>85.000</b>

Tilgang udgør aktiveret andel af tidligere ej aktiveret skattemæssigt underskud. De samlede skattemæssige underskud til fremførsel udgør ultimo 2014 178,5 mio. kr. mod 156,9 mio. kr. ultimo 2013.

## Noter til koncernregnskab

### Note 13. Specifikation til pengestrømsopgørelsen

	2014	2013
	t.kr.	t.kr.
<b>Reguleringer ikke-likvide bevægelser</b>		
Afskrivninger	103	52
Urealiserede kursgevinster værdipapirer	37.298	-70.491
Periodiseringer, beregnet skat og andre beløb	11.723	4.669
<b>Reguleringer ikke-likvide bevægelser i alt</b>	<b>49.124</b>	<b>-65.770</b>
<b>Ændringer i driftskapital</b>		
Tilgodehavender	-105	556
Andre poster	-202	-123
<b>Ændringer i driftskapital i alt</b>	<b>-307</b>	<b>433</b>
<b>I "Pengestrømme fra driften" indgår renter med:</b>		
Modtagne renter	424	380
Betalte renter	-2.425	-1.956
<b>Modtagne og betalte renter, netto</b>	<b>-2.001</b>	<b>-1.576</b>

### Note 14. Årets resultat pr. aktie

Årets resultat, mio. kr.	-43,6	64,1
Gns. antal cirkulerende aktier i 1.000 stk.	4.393	4.295
Gns. antal cirkulerende aktier, udvandet i 1.000 stk.	4.393	4.295
Årets resultat pr. aktie (EPS), kr.	-9,9	14,9
Årets resultat pr. aktie, fuldt udvandet (EPS D), kr.	-9,9	14,9

### Note 15. Gæld til kreditinstitutter

Gæld til kreditinstitutter på 45.422 t.kr. (82.116 t.kr. ultimo 2013) er en kassekredit som kan kræves indfriet på anfordring. Gældens regnskabsmæssige værdi er lig dagsværdi.

### Note 16. Egne aktier

	stk.	Nominelt t.kr.	% af aktie- kapital
Egne aktier pr. 01.01.13.	718.076	14.362	17,41%
Årets tilgang	328.062	6.561	7,95%
Årets afgang	813.802	16.276	19,73%
<b>Egne aktier pr. 31.12.13.</b>	<b>232.336</b>	<b>4.647</b>	<b>5,63%</b>
Årets tilgang	49.858	997	1,21%
Årets afgang	275.000	5.500	6,67%
<b>Egne aktier pr. 31.12.14.</b>	<b>7.194</b>	<b>144</b>	<b>0,17%</b>

Markedsværdien af egne aktier var ultimo 2013 11.849 t.kr.

Markedsværdien af egne aktier var ultimo 2014 396 t.kr.

## Noter til koncernregnskab

### Note 17. Kategorier af finansielle aktiver og forpligtelser

	2014 t.kr.	2013 t.kr.
<b>Finansielle aktiver målt til dagsværdi via resultatopgørelsen</b>		
Værdipapirer	282.535	378.849
<b>I alt</b>	<b>282.535</b>	<b>378.849</b>
<b>Udlån og tilgodehavender målt til amortiseret kostpris</b>		
Deposita	164	164
Andre tilgodehavender	370	248
Likvider	11.990	4.348
<b>I alt</b>	<b>12.524</b>	<b>4.760</b>
<b>Finansielle forpligtelser målt til amortiseret kostpris</b>		
Gæld til kreditinstitutter	45.422	82.116
Skyldig selskabsskat	0	59
Anden gæld	5.707	4.110
<b>I alt</b>	<b>51.129</b>	<b>86.285</b>

Der er ingen væsentlige forskelle mellem de regnskabsmæssige værdier og dagsværdierne på aktiverne og forpligtelserne på statusdagen.

Dagsværdihieraki. Pr. 31. december 2014 har koncernen følgende finansielle instrumenter, som måles til dagsværdi: Værdipapirer.

Værdipapirer er placeret i niveau 1 i dagsværdihierakiet, idet koncernen har anvendt dagskursen på et aktivt marked ved fastsættelsen af dagsværdierne. Dagsværdien er ultimo 2013 282.535 t.kr. Ultimo 2013 udgjorde dagsværdien 378.849 t.kr.

### Note 18. Sikkerhedsstillelser og eventualforpligtelser

	2014 t.kr.	2013 t.kr.
Værdipapirer (inkl. egne aktier)	283.326	393.835
Likvider	11.990	4.347
<b>Sikkerhedsstillelser i alt</b>	<b>295.316</b>	<b>398.182</b>
Ovennævnte aktiver er stillet som sikkerhed for bankgæld på:	45.422	82.116
Kreditrammer, uudnyttede ultimo året, omfattet af pantsætningen:	54.578	17.884

Moderselskabet har stillet sikkerhed for datterselskabets gæld. Ultimo 2014 udgør gælden 0 t.kr. Ultimo 2013 udgjorde gælden 10.926 t.kr.

### Note 19. Nærtstående parter

Selskabets transaktioner med nærtstående parter er gennemført på markedsmæssige vilkår. Ingen enkeltpersoner har bestemmende indflydelse i selskabet.

For oplysninger om ledelsesvedlerag henvises der til note 5.

Mellemværender mellem SmallCap Danmark A/S og Porteføljeselskab A/S forrentes med CIBOR 3 plus 0,25%.

## REGNSKAB FOR MODERSELSKABET

### Resultatopgørelse for 1. jan. - 31. dec.

	Note	2014 t.kr.	2013 t.kr.
Kursreguleringer	4	-31.017	43.239
Aktieudbytter		5.065	3.769
<b>Investeringsresultat</b>		<b>-25.952</b>	<b>47.008</b>
Resultat i tilknyttede virksomheder		-3.137	11.074
Resultat i associerede virksomheder		4.592	18.146
Finansielle poster, netto	5	-1.538	-1.683
Driftsomkostninger	6	7.575	7.295
<b>Resultat før skat</b>		<b>-33.610</b>	<b>67.250</b>
Skat af årets resultat	7	9.982	3.169
<b>Årets resultat</b>		<b>-43.592</b>	<b>64.081</b>
<b>Resultatdisponering:</b>			
Forslået udbytte, 3 kr. pr. aktie		12.353	16.671
Overført til konto for overført resultat		-55.946	47.410
<b>Årets resultat</b>		<b>-43.592</b>	<b>64.081</b>

## Balance pr. 31. december

<b>Aktiver</b>	Note	2014 t.kr.	2013 t.kr.
<b>Anlægsaktiver</b>			
<b>Materielle aktiver</b>			
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	9	155	258
<b>Materielle aktiver i alt</b>		<b>155</b>	<b>258</b>
<b>Finansielle anlægsaktiver</b>			
Deposita	10	164	164
Værdipapirer	11	224.500	283.000
Kapitalandele i tilknyttede og associerede virk.	12	78.088	153.577
Udskudt skatteaktiv	14	7.000	10.000
<b>Finansielle anlægsaktiver i alt</b>		<b>309.752</b>	<b>446.741</b>
<b>Anlægsaktiver i alt</b>		<b>309.907</b>	<b>446.999</b>
<b>Omsætningsaktiver</b>			
<b>Tilgodehavender</b>			
Tilgodehavende hos tilknyttede virksomheder		2	0
Andre tilgodehavender		104	192
<b>Tilgodehavender i alt</b>		<b>106</b>	<b>192</b>
Likvide beholdninger		1.674	4.180
<b>Omsætningaktiver i alt</b>		<b>1.780</b>	<b>4.372</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>311.687</b>	<b>451.371</b>



## Balance pr. 31. december

<b>Passiver</b>	<b>Note</b>	<b>2014 t.kr.</b>	<b>2013 t.kr.</b>
<b>Egenkapital</b>			
Aktiekapital	13	82.500	88.000
Egne aktier	16	-455	-14.450
Overført resultat		159.687	227.361
Foreslået udbytte		12.353	16.671
<b>Egenkapital i alt</b>		<b>254.085</b>	<b>317.582</b>
<b>Kortfristede gældsforpligtigelser</b>			
Gæld til kreditinstitutter	15	45.422	71.190
Gæld til tilknyttede selskaber		6.547	58.577
Skyldig selskabsskat		0	59
Anden gæld		5.633	3.963
<b>Kortfristede gældsforpligtigelser i alt</b>		<b>57.602</b>	<b>133.789</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>311.687</b>	<b>451.371</b>
<b>Sikkerhedsstillelser og eventualforpligtelser, transaktioner med nærtstående og egne aktier</b>	17-18		

## Egenkapitalopgørelse

(t.kr.)	<u>Aktie-</u> <u>kapital</u>	<u>Egne</u> <u>aktier</u>	<u>Overført</u> <u>resultat</u>	<u>Foreslået</u> <u>Udbytte</u>	<u>I alt</u>
<b>Saldo pr. 01.01.13</b>	104.276	-51.064	217.884	13.487	284.583
Årets resultat	0	0	47.410	16.671	64.081
Udloddet udbytte	0	0	0	-12.976	-12.976
Køb af egne aktier	0	-18.106	0	0	-18.106
Salg af egne aktier	0	0	0	0	0
Annullering af egne aktier	-16.276	54.720	-38.444	0	0
Udbytte af egne aktier	0	0	511	-511	0
<b>Egenkapital pr. 31.12.13</b>	<b>88.000</b>	<b>-14.450</b>	<b>227.361</b>	<b>16.671</b>	<b>317.582</b>
Årets resultat	0	0	-55.946	12.353	-43.593
Udloddet udbytte	0	0	0	-16.494	-16.494
Køb af egne aktier	0	-3.410	0	0	-3.410
Salg af egne aktier	0	0	0	0	0
Annullering af egne aktier	-5.500	17.405	-11.905	0	0
Udbytte af egne aktier	0	0	177	-177	0
<b>Egenkapital pr. 31.12.14</b>	<b>82.500</b>	<b>-455</b>	<b>159.687</b>	<b>12.353</b>	<b>254.085</b>

Udbytte pr. aktie fremgår af hoved- og nøgletalsoversigt på side 2.

## Noter til moderselskabets regnskab

1. Anvendt regnskabspraksis
2. Væsentlige regnskabsmæssige skøn og vurderinger
3. Finansielle risici
4. Kursreguleringer
5. Finansielle poster, netto
6. Driftsomkostninger
7. Skat af årets resultat
8. Indretning af lejede lokaler
9. Andre anlæg, driftsmateriel og inventar
10. Deposita
11. Andre værdipapirer og kapitalandele
12. Kapitalinteresser i tilknyttede virksomheder
13. Aktiekapital
14. Udsendt skat
15. Gæld til kreditinstitutter
16. Egne aktier
17. Sikkerhedsstillelser og eventualforpligtelser
18. Nærtstående parter

# Noter til moderselskabsregnskab

## Note 1. Anvendt regnskabspraksis

### Generelt

Årsregnskabet aflægges i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for regnskabsklasse D - virksomheder. Årsrapporten aflægges herudover i overensstemmelse med de af NASDAQ OMX Copenhagen A/S stillede krav til regnskabsaflæggelse for børsnoterede selskaber.

Årsrapporten er udarbejdet med udgangspunkt i det historiske kostprisprincip med undtagelse af finansielle aktiver, der indregnes til dagsværdi via resultatopgørelsen.

Regnskabet er aflagt i DKK.

Resultatopgørelsens opstilling er tilpasset selskabets aktivitet.

Den anvendte regnskabspraksis for selskabet er uændret i forhold til sidste år.

### Generelt om indregning og måling

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde selskabet, og aktivets værdi kan måles pålideligt. Forpligtelser indregnes i balancen, når de er sandsynlige og kan måles pålideligt. Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til kostpris. Efterfølgende måles aktiver og forpligtelser som beskrevet for hver enkelt regnskabspost. Visse finansielle aktiver og forpligtelser måles til amortiseret kostpris, hvorved der indregnes en konstant effektiv rente over løbetiden. Amortiseret kostpris opgøres som oprindelig kostpris med fradrag af eventuelle afdrag samt tillæg/fradrag af den akkumulerede amortisering af forskellen mellem kostpris og nominelt beløb. Ved indregning og måling tages hensyn til gevinster, tab og risici, der fremkommer, inden årsrapporten aflægges, og som be- eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen. Indtægter indregnes i resultatopgørelsen i takt med, at de indtjenes, herunder indregnes værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelse, der måles til dagsværdi eller amortiseret kostpris. Endvidere indregnes omkostninger, der er afholdt for at opnå årets indtjening, herunder afskrivninger, nedskrivninger og hensatte forpligtelser samt tilbageførsler som følge af ændrede regnskabsmæssige skøn af beløb, der tidligere har været indregnet i resultatopgørelsen.

### Indregning af indtægter

Som indtægt indregnes realiserede og urealiserede kursgevinster og tab på værdipapirer, samt modtagne udbytter indregnes under investeringsresultatet. Renteindtægter m.v. indregnes under finansielle poster, netto.

### Indregning af udgifter

Renteudgifter m.v. indregnes under finansielle poster, netto.

### Driftsomkostninger

#### *Personaleomkostninger:*

Gager, bidrag til social sikring, feriepenge, bestyrelseshonorar, bonus til medarbejdere og aktiebaseret vederlæggelse, jfr. særskilt beskrivelse, indregnes i det regnskabsår, hvor arbejdsydelsen er udført for selskabet. Herudover indregnes omkostninger såsom kurser, annoncering og øvrige omkostninger afholdt i forbindelse med det ansatte personale.

# Noter til moderselskabsregnskab

## Note 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

### *Andre omkostninger:*

Der indregnes her afskrivninger, husleje, it-omkostninger, omkostninger til børsnotering, advokat, revisor og lignende.

### **Skat af årets resultat**

Skat af årets resultat omfatter dels årets aktuelle skat, dels årets forskydning i den opgjorte udskudte skat samt eventuelle reguleringer vedrørende tidligere år. Selskabet er omfattet af de danske regler om obligatorisk national sambeskatning for SmallCap Danmark A/S-koncernens tilknyttede virksomheder. Moderselskabet SmallCap Danmark A/S er administrationselskab for sambeskatningen og afregner som følge heraf alle betalinger af selskabsskat over for skattemyndighederne. Den aktuelle selskabsskat fordeles ved afregningen af sambeskatningsbidraget mellem de sambeskattede virksomheder i forhold til disses skattepligtige indkomster. I tilknytning hertil modtager virksomheder med skattepligtigt underskud sambeskatningsbidrag fra virksomheder, der har kunnet anvende dette underskud til nedsættelse af eget skattemæssigt overskud.

### **Indregning af aktiver og forpligtelser**

#### **Materielle anlægsaktiver**

Materielle anlægsaktiver værdiansættes til kostpris med fradrag af afskrivninger. Afskrivningerne beregnes lineært over aktivernes forventede økonomiske brugstid, der som hovedregel er fastsat fra 3 til 6 år.

#### **Værdipapirer**

Værdipapirer indregnes som finansielt aktiv med regulering til dagsværdi gennem resultatopgørelsen, optages som hovedregel som anlægsaktiv. Værdipapirerne måles ved første indregning på handelsdagen til kostpris inklusive transaktionsomkostninger. Efterfølgende reguleringer sker via resultatopgørelsen til dagsværdi. Afkastet af værdipapirer er indeholdt i investeringsresultatet. Dagsværdi for børsnoterede værdipapirer udgøres af børskursen (slutkurs) på balancetidspunktet. Dagsværdien for ikke børsnoterede værdipapirer udgøres, hvor der forefindes et aktivt marked, af markedskursen på balancetidspunktet og ellers af en skønnet markedskurs. Såfremt markedskursen ikke kan skønnes pålidelig, anvendes anskaffelsessummen som dagsværdi.

#### **Kapitalandele i tilknyttede virksomheder**

Kapitalandele i tilknyttede selskaber værdiansættes efter den indre værdis metode, dvs. til den forholdsmæssige andel af den regnskabsmæssige indre værdi af dattervirksomheden. Et positivt forskelsbeløb mellem anskaffelsessummen og den indre værdi på anskaffelsestidspunktet aktiveres i regnskabet under finansielle anlægsaktiver som en del af kapitalinteresser i dattervirksomheder benævnte goodwill. Andel af resultat i dattervirksomhederne indregnes i resultatopgørelsen. Nettoopskrivning af kapitalandele i dattervirksomheder, der overstiger deklareret udbytte fra virksomhederne, henlægges under egenkapitalen under reserver for nettoopskrivning efter den indre værdis metode.

#### **Kapitalandele i associerede virksomheder**

Kapitalandele i associerede virksomheder måles efter den indre værdis metode til den forholdsmæssigt ejede andel af virksomhedernes egenkapital, med tillæg af koncerngoodwill og koncerninterne tab og fradrag af koncerninterne avancer og eventuel negativ goodwill. Kapitalandele i virksomheder med negativ indre værdi måles til kr. 0.

# Noter til moderselskabsregnskab

## Note 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

Virksomhedens forholdsmæssige andel af en eventuel negativ egenkapital modregnes i tilgodehavender hos kapitalandelen i det omfang det er uerholdeligt. Beløb herudover indregnes under posten hensatte forpligtelser, i det omfang modervirksomheden har en retlig eller faktisk forpligtelse til at dække underbalancen.

Nyerhvervede og solgte kapitalandele indregnes i årsregnskabet henholdsvis fra anskaffelsestidspunktet eller frem til afståelsestidspunktet.

### Tilgodehavender

Tilgodehavender måles til amortiseret kostpris. Der nedskrives til en nettorealiseringsværdi hvor denne er lavere.

### Egne aktier

Kostprisen ved erhvervelse af egne aktier fragår direkte i egenkapitalen. Salgsprisen ved en eventuel senere afhændelse vil blive ført direkte over egenkapitalen. Skatteeffekten ved afhændelse af egne aktier indregnes over egenkapitalen.

### Forpligtelser

Forpligtelser måles til amortiseret kostpris, medmindre andet er specificeret.

### Skat

Skat af årets resultat afsættes med skatten af den opgjorte skattepligtige indkomst for året. Der benyttes her den aktuelle skattesats, for tiden 25%. Udskudt skat afsættes efter den balanceorienterede gælds metode og omfatter midlertidige forskelle mellem regnskabsmæssige og skattemæssige værdier samt eventuelle skattemæssige underskud. Skatteværdien af fremførbare skattemæssige underskud indgår i opgørelsen af den udskudte skat, såfremt det er sandsynligt, at disse og andre skattemæssige aktiver vil blive udnyttet i fremtidig skattepligtig indkomst. Selskabet er sambeskattet efter reglerne om tvungen sambeskatning med moderselskabet SmallCap Danmark A/S som administrationselskab.

### Udbytte

Foreslået udbytte indregnes som en forpligtigelse på tidspunktet for vedtagelse på den ordinære generalforsamling (deklareringstidspunktet). Udbytte, som forventes udbetalt for året, vises som en særskilt post under egenkapitalen.

## Note 2. Væsentlige regnskabsmæssige skøn og vurderinger

### Skatteaktiv

Realiserede, fremførbare skattemæssige underskud og aktietab er aktiveret i det omfang der er en høj grad af sandsynlighed for, at de kan udnyttes indenfor en tidshorisont på 3 til 5 år. Fremførte underskud og aktietab kan anvendes til modregning i fremtidige, skattepligtige kursgevinster, og udbytter m.v.

Udnyttelse af skatteaktivet forudsætter at der oparbejdes skattepligtige indtægter og at selskabet, som hidtil, beskattes efter de almindelige regler og ikke efter reglerne i aktieavancebeskatningslovens §19 (ABL19). Ledelsen i SmallCap Danmark A/S bestræber sig løbende på ikke at falde ind under reglerne i ABL19, da de efter ledelsens opfattelse fører til en væsentlig forøget effektiv beskatning af selskabets aktionærer.

## Noter til moderselskabsregnskab

### Note 2. Væsentlige regnskabsmæssige skøn og vurderinger (fortsat)

ABL19 indeholder således en undtagelsesbestemmelse, der betyder at selskaber, der i gennemsnit over skatteåret har mere end 15% af balancesummen investeret i aktieposter hvor ejerandelen overstiger 10%, ikke er omfattet af ABL19. SmallCap Danmark A/S har på denne baggrund aldrig været beskattet efter reglerne i ABL19.

Skatteaktivet udgør pr. 31. december 2014 7,0 mio. kr., svarende til 2,3% af selskabets balance hhv. 2,8% af selskabets egenkapital. Udnyttelse af skatteaktivet forudsætter at der over de kommende tre år oparbejdes skattepligtige nettoindtægter svarende til i gennemsnit årligt 12,0% af egenkapitalen excl. skatteaktivet. Beregnet over fem år er afkastkravet gennemsnitligt 6,3% p.a.

Skatteaktivet udgjorde pr. 31. december 2013 10,0 mio. kr., svarende til 2,2% af selskabets balance hhv. 3,1% af selskabets egenkapital. Udnyttelse af skatteaktivet forudsætter at der over de kommende tre år oparbejdes skattepligtige nettoindtægter svarende til i gennemsnit årligt 4,2% af egenkapitalen excl. skatteaktivet. Beregnet over fem år er afkastkravet gennemsnitligt 2,5% p.a.

Skatteaktivet er indregnet og værdiansat efter ledelsens bedste skøn. Se i øvrigt note 14.

Selskabets samlede fremførbare skattemæssige underskud udgør 109,1 mio. kr., svarende til en skatteværdi på 24,0 mio. kr. ved en selskabsskattesats på 22%. Selskabets samlede fremførbare skattemæssige underskud og aktietab udgjorde ultimo 2013 90,7 mio. kr., svarende til en skatteværdi på 19,9 mio. kr. (ved en selskabsskattesats 22%).

### Note 3. Finansielle risici

Der henvises til de for koncernen beskrevne risici beskrevet i note 3. til koncernregnskabet.

### Note 4. Kursreguleringer

	2014 t.kr.	2013 t.kr.
Realiserede kursavancer	1.180	7.029
Realiserede kurstab	-1.508	-7.593
<b>Realiserede kursavancer/tab i alt</b>	<b>-328</b>	<b>-564</b>
Urealiserede kursavancer	12.315	46.821
Urealiserede kurstab	-43.004	-3.018
<b>Urealiserede kursavancer/tab i alt</b>	<b>-30.689</b>	<b>43.803</b>
<b>Kursreguleringer i alt</b>	<b>-31.017</b>	<b>43.239</b>

### Note 5. Finansielle poster, netto

Øvrige renteindtægter	424	380
Renteindtægter koncernselskaber	37	0
<b>Finansielle indtægter i alt</b>	<b>461</b>	<b>380</b>
Øvrige renteudgifter	1.993	1.768
Renteudgifter koncernselskaber	6	295
<b>Finansielle udgifter i alt</b>	<b>1.999</b>	<b>2.063</b>
<b>Finansielle poster, netto</b>	<b>-1.538</b>	<b>-1.683</b>

## Noter til moderselskabets regnskab

### Note 6. Driftsomkostninger

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>t.kr.</b>	<b>t.kr.</b>
<b>Posten kan i hovedposter specificeres således</b>		
Personaleomkostninger	3.012	3.497
Afskrivninger	103	52
Omkostninger forbundet med investeringer, børsnøtering	606	295
Husleje, IT, kontorhold	1.098	1.241
Advokat m.m.	1.911	1.720
Andre administrationsomkostninger	845	490
	<b>7.575</b>	<b>7.295</b>

### Personaleomkostningerne sammensættes således:

Bestyrelse	500	609
Direktion	1.164	571
Øvrige medarbejdere	1.323	2.297
Sociale udgifter inkl. lønsum	25	20
<b>Personaleomkostninger i alt</b>	<b>3.012</b>	<b>3.497</b>

Gennemsnitligt antal beskæftigede	4	4
-----------------------------------	---	---

### Aflønningen kan specificeres således:

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>t.kr.</b>	<b>t.kr.</b>
<b>Bestyrelse</b>		
Formanden	250	250
Andre medlemmer	250	359
	<b>500</b>	<b>609</b>
<b>Direktion</b>		
Fast løn	1.164	571
	<b>1.164</b>	<b>571</b>

### Bonus

Selskabet har indgået bonusaftaler med dets direktør samt andre ledende medarbejdere.

Bonus tildeles der efter en konkret vurdering.

Selskabets bonusprogram er nærmere beskrevet på side 26.

Der er ikke hensat til resultatafhængig bonus i 2013 og 2014.

### Andre oplysninger

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>t.kr.</b>	<b>t.kr.</b>
Posten andre administrationsomkostninger indeholder følgende udgifter til revisor:		
Honorar til Ernst & Young		
Godkendt Revisionspartnerselskab		
Lovpligtig revision	150	200
Andre erklæringsopgaver med sikkerhed	0	8
<b>I alt</b>	<b>150</b>	<b>208</b>



## Noter til moderselskabets regnskab

### Note 7. Skat af årets resultat

	2014	2013
	t.kr.	t.kr.
Aktuel skat	0	60
Regulering af udskudt skat	3.000	7.186
Skat tidligere år	-18	48
Skat i datterselskaber	7.000	-4.125
<b>Skat af årets resultat i alt</b>	<b>9.982</b>	<b>3.169</b>
Skat af årets resultat kan forklares således:		
Skatteprocent	24,5%	25,0%
Effekt af ikke skattepligtige indtægter	-7,3%	-14,7%
Andre reguleringer	-46,9%	0,5%
<b>Effektiv skatteprocent</b>	<b>-29,7%</b>	<b>10,8%</b>

### Note 8. Indretning af lejede lokaler

Kostpris pr. 01.01.	0	565
Årets tilgang	0	0
Årets afgang	0	565
<b>Kostpris pr. 31.12.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Af- og nedskrivning pr. 01.01.	0	565
Afskrivning vedr. afgang i året	0	565
Årets af- og nedskrivning	0	0
<b>Af- og nedskrivning pr. 31.12.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Bogført værdi pr. 31.12.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

### Note 9. Andre anlæg, driftsmateriel og inventar

Kostpris pr. 01.01.	404	94
Årets tilgang	0	310
Årets afgang	0	0
<b>Kostpris pr. 31.12.</b>	<b>404</b>	<b>404</b>
Af- og nedskrivning pr. 01.01.	146	49
Afskrivning vedr. afgang i året	0	0
Årets af- og nedskrivning	103	52
<b>Af- og nedskrivning pr. 31.12.</b>	<b>249</b>	<b>146</b>
<b>Bogført værdi pr. 31.12.</b>	<b>155</b>	<b>258</b>

## Noter til moderselskabets regnskab

### Note 10. Deposita

	2014	2013
	t.kr.	t.kr.
Kostpris pr. 01.01.	164	168
Årets tilgang	0	131
Årets afgang	0	135
<b>Kostpris pr. 31.12.</b>	<b>164</b>	<b>164</b>

### Note 11. Andre værdipapirer og kapitalandele

Kostpris pr. 01.01.	220.112	211.914
Årets tilgang	36.025	170.937
Årets afgang	60.464	162.739
<b>Kostpris pr. 31.12.</b>	<b>195.673</b>	<b>220.112</b>
Opskrivninger pr. 01.01.	71.224	52.735
Årets opskrivninger	5.736	18.489
<b>Opskrivninger pr. 31.12.</b>	<b>76.960</b>	<b>71.224</b>
Nedskrivninger pr. 01.01.	-8.336	-44.050
Årets nedskrivninger	-39.797	35.714
<b>Nedskrivninger pr. 31.12.</b>	<b>-48.133</b>	<b>-8.336</b>
<b>Bogført værdi pr. 31.12.</b>	<b>224.500</b>	<b>283.000</b>

### Note 12. Kapitalinteresser i tilknyttede og associerede virksomheder

#### Tilknyttede virksomheder:

Kostpris pr. 01.01.	149.943	149.943
<b>Kostpris pr. 31.12.</b>	<b>149.943</b>	<b>149.943</b>
Opskrivninger pr. 01.01.	-61.718	-76.917
Årets resultatandele, Porteføljeselskab A/S	-10.137	15.199
<b>Opskrivninger pr. 31.12.</b>	<b>-71.855</b>	<b>-61.718</b>
<b>Bogført værdi 31.12.</b>	<b>78.088</b>	<b>88.225</b>
Porteføljeselskab A/S, København (Selskabskapital t.kr. 75.000. Ejerandel 100%)	78.088	88.225
	<b>78.088</b>	<b>88.225</b>

## Noter til moderselskabets regnskab

	2014 t.kr.	2014 t.kr.
<b>Associerede virksomheder:</b>		
Kostpris pr. 01.01.	50.884	58.360
Årets tilgang	0	0
Årets afgang	50.884	7.476
<b>Kostpris pr. 31.12.</b>	<b>0</b>	<b>50.884</b>
Opskrivninger pr. 01.01.	14.469	-3.482
Årets resultatandele, Investeringsforeningen SmallCap Danmark	4.592	17.505
Årets afgang	19.061	-446
<b>Opskrivninger pr. 31.12.</b>	<b>0</b>	<b>14.469</b>
<b>Bogført værdi 31.12.</b>	<b>0</b>	<b>65.353</b>
Investeringsforeningen SmallCap Danmark, København	0	65.353

	2014 t.kr.	2013 t.kr.
<b>Note 13. Aktiekapital</b>		
Saldo pr. 01.01.	88.000	104.276
Årets afgang	5.500	16.276
<b>Saldo pr. 31.12.</b>	<b>82.500</b>	<b>88.000</b>

Aktiekapitalen består af 4.125.000 stk. á nom. 20 kr., hvoraf 3.566.457 stk. er noteret på navn i selskabets aktiebog. Aktiekapitalen er ikke fordelt i klasser og ingen aktier har særlige rettigheder. Aktiekapitalen er i 2013 reduceret med 16.276.000 kr. til 88.000.000 kr. ved annullering af egne aktier. Aktiekapitalen er i 2014 reduceret med 5.500.000 kr. til 82.500.000 kr. ved annullering af egne aktier. Aktiekapitalen har i 2010, 2011 og 2012 udgjort 104.276.000 kr. Egne aktier, se note 16.

### Note 14. Udskudt skat

	2014 t.kr.	380 t.kr.
<b>Udskudt skatteaktiv</b>		
Saldo pr. 01.01.	10.000	17.186
Forbrug	3.000	7.825
Tilgang	0	639
<b>Saldo pr. 31.12.</b>	<b>7.000</b>	<b>10.000</b>
<b>Udskudt skat</b>		
Saldo pr. 01.01.	0	0
Årets forskydning	0	0
<b>Udskudt skat i alt pr. 31.12.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

### Specifikation: Grundlaget for de udskudte skatter fordeler sig på aktiver og passiver således:

Skattemæssige tab til fremførsel	31.818	42.500
<b>I alt</b>	<b>31.818</b>	<b>42.500</b>

Tilgang udgør aktiveret andel af tidligere ej aktiveret skattemæssigt underskud.

## Noter til moderselskabets regnskab

### Note 15. Gæld til kreditinstitutter

Gæld til kreditinstitutter på 45.422 t.kr. (71.190 t.kr. ultimo 2012) er en kassekredit som kan kræves indfriet på anfordring. Gældens regnskabsmæssige værdi er lig dagsværdi.

### Note 16. Egne aktier

	stk.	Nominelt t.kr.	% af aktie- kapitalen
Egne aktier pr. 01.01.13.	718.076	14.362	17,41%
Årets tilgang	328.062	6.561	7,95%
Årets afgang	813.802	16.276	19,73%
<b>Egne aktier pr. 31.12.13.</b>	<b>232.336</b>	<b>4.647</b>	<b>5,63%</b>
Årets tilgang	49.858	997	1,21%
Årets afgang	275.000	5.500	6,67%
<b>Egne aktier pr. 31.12.14.</b>	<b>7.194</b>	<b>144</b>	<b>0,17%</b>

Markedsværdien af egne aktier var ultimo 2013 11.849 t.kr.

Markedsværdien af egne aktier var ultimo 2014 396 t.kr.

### Note 17. Sikkerhedsstillelser og eventualforpligtelser

	2014 t.kr.	2013 t.kr.
Værdipapirer (inkl. egne aktier)	224.896	363.338
Likvider	1.674	4.180
<b>Sikkerhedsstillelser i alt</b>	<b>226.570</b>	<b>367.518</b>
Ovennævnte aktiver er stillet som sikkerhed for bankgæld på	45.422	71.190
Kreditrammer, uudnyttede ultimo, omfattet af pantsætningen	54.578	28.810

Moderselskabet har stillet sikkerhed for et datterselskabs gæld.

Denne gæld udgør ultimo 2014 0 t.kr. Ultimo 2013 var gælden 10.926 t.kr.

### Note 18. Nærtstående parter

Selskabets transaktioner med nærtstående parter er gennemført på markeds-mæssige vilkår. Ingen enkeltpersoner har bestemmende indflydelse i selskabet.

For oplysninger om ledelsesvedlerag henvises der til note 6.

Mellemværender mellem SmallCap Danmark A/S og Porteføljeselskab A/S forrentes med CIBOR 3 plus 0,25%. Der henvises til note 5.

Mellemværendet udgjorde ultimo 2014 en gæld på 6.547 t.kr.

Mellemværendet udgjorde ultimo 2013 en gæld på 58.577 t.kr.

## **LEDELSENS PÅTEGNING**

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for regnskabsåret 1. januar–31. december 2014 for SmallCap Danmark A/S.

Koncernregnskabet aflægges i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber. Årsregnskabet aflægges i overensstemmelse med årsregnskabsloven. Årsrapporten udarbejdes herudover i overensstemmelse med danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber.

Det er vores opfattelse, at koncernregnskabet og årsregnskabet giver et retvisende billede af koncernens og selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af koncernens og selskabets aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2014.

Ledelsesberetningen indeholder efter vores opfattelse en retvisende redegørelse for udviklingen i koncernens og selskabets aktiviteter og økonomiske forhold, årets resultater og selskabets finansielle stilling og den finansielle stilling som helhed for de virksomheder, der er omfattet af koncernregnskabet, samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som koncernen og selskabet står over for.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 17. marts 2015

### **Direktion**

Christian Reinholdt

### **Bestyrelse**

Niels Roth, formand

Per Søndergaard Pedersen

Merete Jørgensen

# Den uafhængige revisors erklæringer

## Til aktionærerne i SmallCap Danmark A/S

### Påtegning på koncernregnskabet og årsregnskabet

Vi har revideret koncernregnskabet og årsregnskabet for SmallCap Danmark A/S for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2014, der omfatter resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse og noter, herunder anvendt regnskabspraksis for såvel koncernen som selskabet samt totalindkomstopgørelse og pengestrømsopgørelse for koncernen. Koncernregnskabet udarbejdes efter International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber. Årsregnskabet udarbejdes efter årsregnskabsloven.

### Ledelsens ansvar for koncernregnskabet og årsregnskabet

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af et koncernregnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber samt for at udarbejde et årsregnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med årsregnskabsloven. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser nødvendig for at udarbejde et koncernregnskab og et årsregnskab uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

### Revisors ansvar

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om koncernregnskabet og årsregnskabet på grundlag af vores revision. Vi har udført revisionen i overensstemmelse med internationale standarder om revision og yderligere krav ifølge dansk revisorlovgivning. Dette kræver, at vi overholder etiske krav samt planlægger og udfører revisionen for at opnå høj grad af sikkerhed for, om koncernregnskabet og årsregnskabet er uden væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter udførelse af revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i koncernregnskabet og årsregnskabet. De valgte revisionshandlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurdering af risici for væsentlig fejlinformation i koncernregnskabet og årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, der er relevant for virksomhedens udarbejdelse af et koncernregnskab og et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af virksomhedens interne kontrol. En revision omfatter endvidere vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, om ledelsens regnskabsmæssige skøn er rimelige samt den samlede præsentation af koncernregnskabet og årsregnskabet.

Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

## Den uafhængige revisors erklæringer - fortsat

### Konklusion

Det er vores opfattelse, at koncernregnskabet giver et retvisende billede af koncernens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af koncernens aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2014 i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber.

Det er endvidere vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af selskabets aktiviteter for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2014 i overensstemmelse med årsregnskabsloven.

### Udtalelse om ledelsesberetningen

Vi har i henhold til årsregnskabsloven gennemlæst ledelsesberetningen. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den udførte revision af koncernregnskabet og årsregnskabet. Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i ledelsesberetningen er i overensstemmelse med koncernregnskabet og årsregnskabet.

Frederiksberg, den 17. marts 2015

### Ernst & Young

Godkendt Revisionspartnerselskab

Lars Rhod Søndergaard  
statsautoriseret revisor

Ove Svejstrup  
statsautoriseret revisor

## **SELSKABSOPLYSNINGER**

SmallCap Danmark A/S  
Dr. Tværgade 41, 1. -2  
DK - 1302 København K  
Telefon 33 30 66 00  
Telefax 33 30 66 04

www.smallcap.dk  
as@smallcap.dk

CVR-nr. 39703416  
Hjemstedskommune: København  
64. regnskabsår

### **Datterselskaber**

Porteføljeselskab A/S, CVR-nr. 73519616  
Dr. Tværgade 41, 1. -2  
DK – 1302 København K  
Telefon 33 30 66 01

### **Ejerbogsfører**

Computershare A/S  
Kongevejen 418  
DK – 2840 Holte

### **Bankforbindelse**

Ringkøbing Landbobank A/S  
Torvet 1  
DK – 6950 Ringkøbing

### **Revisor**

Ernst & Young Godkendt Revisionspartnerselskab  
Osvald Helmuths Vej 4  
DK – 2000 Frederiksberg