



Københavns Fondsbørs  
Nikolaj Plads 6, Postboks 1040  
DK-1007 København K

Toldbodgade 53  
DK-1253 København K

Telefon +45 33 30 66 00

Fax +45 33 30 66 04

[www.smallcap.dk](http://www.smallcap.dk)

Dato 20. marts 2007  
Udsteder SmallCap Danmark A/S  
Kontaktpersoner Jens Erik Høst  
Antal sider 53

SmallCap Danmark AS

CVR 39 70 34 16

### **Børsmeddelelse 05.2007: Årsregnskab for 2006**

SmallCap Danmark A/S's bestyrelse har d.d. behandlet og godkendt selskabets årsregnskab og årsrapport for 2006, hvorfra følgende kan fremhæves:

- Resultat før skat for 2006 blev 205,0 mio. kr. mod 168,3 mio. kr. i 2005. Resultatet svarer til en forrentning af primo egenkapitalen på 55,0%, hvilket kan sammenholdes med en stigning i hhv. OMXC og KFMX på 15,2% og 43,0% over perioden.
- Efter skat blev resultatet 192,5 mio. kr., svarende til en forrentning af primo egenkapitalen på 51,6%. Resultat efter skat er påvirket af en ændret metode til opgørelse af udskudt skat. Med den hidtidige metode ville resultat efter skat have været 35,1 mio. kr. lavere.
- Ved udgangen af 2006 var selskabets egenkapital 552,6 mio. kr. Selskabet har dermed nu den ønskede størrelse, og har ikke behov for yderligere kapital for at nå målet om en optimal balance mellem afkast og omkostningseffektivitet.
- Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der for 2006 udbetales et udbytte på 4,0 kr. pr. aktie mod 3,0 kr. pr. aktie for 2005. Udbyttet svarer til et direkte afkast på 4,1%.
- Bestyrelsen indstiller endvidere til generalforsamlingen, at selskabet annullerer 384.001 stk. egne aktier. Bestyrelsen vil samtidig søge en ny bemyndigelse til opkøb af indtil 10% egne aktier.
- Selskabet mener at den megen omtale af prisfastsættelsen af small cap aktier har været unuanceret, og mener ikke at de bedste small cap aktier er blevet dyrere relativt til large cap aktier i 2006.
- For 2007 forventer SmallCap Danmark A/S et resultat, der lever op til selskabets langsigtede målsætning om en forrentning af primo egenkapitalen på mindst 15% p.a. før skat.

Med venlig hilsen  
SmallCap Danmark A/S

Jan O. Frøshaug  
Formand for bestyrelsen

Jens Erik Høst  
Adm. direktør

# Årsregnskab 2006



SmallCap Danmark

Forord	1
Hoved- og nøgletal	2
Profil – SmallCap Danmark A/S	3
Ledelsens årsberetning	9
Udvalgte investmentcases	14
Ledelsens regnskabsberetning	19
Aktien og investorerne	23
IR-politik og Corporate Governance m.m.	26
Bestyrelse og direktion	28
Påtegninger	30
Regnskab og noter	33
Appendiks: De bedste small cap aktier er ikke blevet dyrere	46
Selskabsoplysninger	

# Kære aktionær



2006 har været et rigtigt godt år for SmallCap Danmark A/S. Ikke alene realiserede selskabet et rekordresultat på 205 mio. kr. før skat, selskabet passede også i årets løb en række andre vigtige milepæle.

Da egenkapitalen passede en halv milliard kroner, nåede selskabet den ønskede størrelse og har ikke behov for yderligere kapital for at optimere balancen mellem afkast og omkostningseffektivitet.

Ved at etablere Investeringsforeningen SmallCap Danmark med samme værdiskabende grundkoncept og strategi som selskabet, men med en anden risiko-profil, fik investorerne mulighed både for at optimere deres risiko og deres skattemæssige situation i relation til de nye regler for aktieavancebeskatning. Den nye forening kom godt fra start; Den fik tilført 276 mio. kr. fra 374 medlemmer og opnåede et afkast næsten 6%-point over benchmark (KFMX).

Den samlede kapitalbase i SmallCap Danmark A/S og Investeringsforeningen SmallCap Danmark er nu 950 mio. kr. En god udnyttelse af det administrative fællesapparat i de to selskaber betyder, at omkostningsprocenten i SmallCap Danmark A/S fra og med 2007 kommer under 1,5% p.a. før bonus og skat. En så lav omkostningsprocent er meget konkurrencedygtig sammenlignet med tilsvarende kapitalforvaltere.

Resultatet for 2006 svarer til en forrentning af primo-egenkapitalen på 55% før skat. 2006 blev dermed det tredje år i træk, hvor selskabet forrentede primo-egenkapitalen med mere end 50%. Over de sidste tre år har selskabet opnået et akkumuleret egenkapitalafkast på 289% før skat. Til sammenligning er KFMX steget med 207%.

Aktiemarkedet i almindelighed og small cap markedet i særdeleshed har i en årrække været præget af gunstige vilkår. Dette har affødt megen medieomtale, især om priserne på small cap aktier, hvor der efter selskabets opfattelse ofte har været tale om meget unuancerede fremstillinger af forholdene.

Small cap selskaberne har gennem de seneste år haft en markant højere indtjeningsvækst end large cap selskaberne. Dette har ikke til fulde afspejlet sig i kursene. Når vi sammenholder med sammenlignelige, internationale virksomheder er de bedste danske small cap selskaber ikke blevet dyrere, men relativt billigere.

I bestyrelsen er vi overbevist om, at selskabets gennemprøvede investeringskoncept, og det erfarne og sammentømrede ledelsesteam i 2007 og årene fremover vil kunne leve op til målsætningen om at skabe et langsigtet afkast på mindst 15% p.a.

Det er dog vigtigt at tage ad notam, at aktiemarkedene efter flere års opgang har nået et historisk højt niveau. Dette indebærer forøget risiko for større ændringer i markedet, noget SmallCap Danmark A/S' resultat i givet fald vil blive påvirket af.

Med venlig hilsen

Jan O. Frøshaug  
Formand for bestyrelsen

# Hoved- og nøgletal

Koncerntal, mio. kr.	2002	2003	2004	2005	2006
Investeringsresultat	9,1	46,1	116,3	181,0	222,4
Finansielle poster, netto	2,6	1,5	0,2	0,6	0,1
Driftsomkostninger	5,7	8,6	16,3	13,3	17,5
Resultat før skat	6,0	39,0	100,3	168,3	205,0
Årets resultat	6,0	29,4	75,8	124,3	192,5
Værdipapirbeholdning	84,2	171,5	249,3	429,5	530,1
Balance	149,8	187,0	290,8	437,8	602,0
Egenkapital	148,1	177,2	258,6	372,9	552,6
Værdipapirbeholdning i % af egenkapital	57%	97%	96%	115%	96%
Indre værdi (BVPS), kr.	30,6	35,7	48,2	68,0	99,2
Indre værdi, fuldt udvandet (BVPS FD), kr.	30,6	35,7	48,2	68,0	98,6
Gns. antal cirkulerende aktier i 1.000 stk.	4.835	4.850	5.284	5.663	5.659
Resultat pr. aktie (EPS), kr.	1,2	6,1	14,3	22,0	34,0
Resultat pr. aktie, udvandet (EPS FD), kr.	1,2	6,1	14,3	22,0	33,5
Udbytte pr. aktie, kr.	1,0	2,0	2,5	3,0	4,0
Børskurs ultimo, kr.	30,5	35,7	47,8	67,2	99,0
P/E (x)	24,7	5,9	3,3	3,1	2,9
Forrentning af primo egenkapital før skat, % <sup>1)</sup>	4,2%	26,3%	56,6%	60,2%	55,0%
Forrentning af primo egenkapital efter skat, % <sup>1)</sup>	4,2%	19,8%	42,8%	44,4%	51,6%
Stigning i KFMX, %	-5,9%	50,8%	40,9%	52,4%	43,0%
Stigning i OMXC, %	-21,4%	30,0%	21,6%	39,6%	15,2%

<sup>1)</sup> I opgørelsen af forrentningen af primo egenkapitalen er der i 2005 tillagt en forholdsmæssig andel af provenuet fra kapitaludvidelsen i marts 2005.

## Børskurs 2002-2006



# Profil – SmallCap Danmark A/S

SmallCap Danmark A/S har specialiseret sig i small cap investeringer. Selskabet er børsnoteret.



SmallCap Danmark A/S investerer i udvalgte børsnoterede virksomheder med det formål at opnå et attraktivt, langsigtet afkast for sine aktionærer. Vi investerer i enkeltstående virksomheder efter grundige finansielle og strategiske analyser og ikke i indeks, brancher eller markeder. Vi investerer store beløb i vore bedste ideer og sikrer derved, at vore beslutninger afspejles direkte i porteføljens afkast.

Selskabet har small cap segmentet som sin niche. Vort målrettede fokus på denne afgrænsede del af markedet 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. Vort investeringsteam har stor erfaring i netop dette segment af markedet, hvilket udmønter sig i et højt kendskabsniveau og gode relationer til selskaberne.

Selvom small cap markedet er et nicheområde, er der mange, meget forskelligartede og spændende virksomheder i dette segment af markedet og mange attraktive investeringsmuligheder.

Vi har valgt en forretningsmodel, hvor vort eneste succeskriterium er at skabe mest mulig værdi for aktionærerne. Vi er uafhængige af andre økonomiske interesser, har ingen anden dagsorden, og der er ikke andre forhold, der har indflydelse på vore investeringer. Bestyrelsen og ledelsen har selv meget betydelige midler investeret i selskabet og har derfor præcis de samme interesser som de øvrige aktionærer. Ledelsens afløn-

ning er resultatafhængig, og der udbetales kun bonus, når afkastet er over 10% før skat og performance er bedre end markedsafkastet (KFMX).

Selskabet har en meget konkurrencedygtig omkostningsprocent sammenholdt med sammenlignelige investeringsforeninger. Vi har lagt vægt på at optimere balancen mellem maksimalt afkastpotentiale og en lav omkostningsprocent. Mens omkostningsprocenten falder jo større kapitalbasen er, begrænses afkastmulighederne. Vi mener, at afkastpotentialet er størst når investeringer i selv meget små virksomheder, fortsat kan bidrage væsentligt til det samlede porteføljeresultat, uden at vi samtidig bliver fastlåst i store enkeltpositioner og mister fleksibilitet.

En væsentlig årsag til den lave omkostningsprocent er selskabets kontor- og personalefællesskab med Investeringsforeningen SmallCap Danmark. Omkostningerne fordeles efter ressourcetræk. Den samlede formue for SmallCap Danmark A/S og Investeringsforeningen SmallCap Danmark udgjorde d. 1. marts 2007 950 mio. kr., hvilket er tæt på den størrelse som ledelsen mener er optimal.

Selskabet har fravalgt den traditionelle bankdistribution, hvor der betales beholdningsprovision på op til 1% p.a. Vi mener ikke, det er i aktionærens interesse at betale et ekstra gebyr for distribution idet det i sidste ende fragår i aktionærernes afkast. Konsekvensen af ikke at betale beholdningsprovision er, at selskabet kun kan tiltrække nye investorer ved fortsat at levere attraktive afkast til investorerne.

# Trackrecord

SmallCap Danmark A/S påbegyndte sin nuværende virksomhed den 1. april 2000. I perioden siden start har selskabet opnået et gennemsnitligt porteføljeafkast på 38,3% p.a. før omkostninger og skat. KFMX er over samme periode steget 20,6% p.a.

Selskabet var i opstartsfasen underlagt visse begrænsninger fra sin daværende hovedaktionær, hvilket bevirkede, at det gode porteføljeafkast ikke slog fuldt igennem i egenkapitalafkastet. Disse begrænsninger bortfald ultimo 2003.

Nedenstående tabel opsummerer forrentningen af egenkapitalen siden primo 2004 sammenholdt med udviklingen i relevante indeks og sammenlignelige investeringsforeninger.

SmallCap Danmark A/S er skattepligtig af realiserede kursgevinster på aktier, som selskabet har ejet i mindre end tre år. Beskatningsstrukturen er dermed lidt anderledes end for investeringsforeninger (se også side 8), hvor hele beskatningen foretages hos investor. Vi mener derfor, at egenkapitalforrentningen før skat er det mest relevante ved sammenligning med såvel indeksudviklingen som konkurrerende investeringsforeninger.

SmallCap Danmark A/S opnåede akkumuleret, og i hvert af de tre sammenligningsår isoleret, et højere afkast før skat end stigningen i KFMX. Akkumuleret over perioden 2004-2006 var afkastet på 289% før skat sammenholdt med en stigning i KFMX-indekset på 207%. Over samme periode er det brede OMXC-indeks, der omfatter alle aktier på Københavns Fondsbørs, steget med 96% og OMXC20, der omfatter de 20 største aktier på Københavns Fondsbørs (large cap), er steget med 80,7%.

SmallCap Danmark A/S' afkast oversteg endvidere afkastene for sammenlignelige investeringsforeninger (peer group).

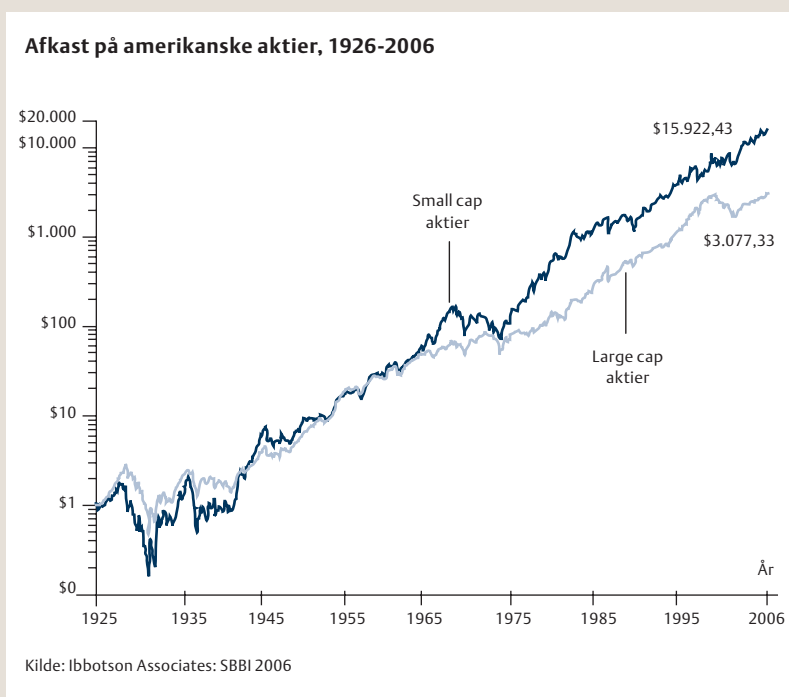
Benchmark	2004	2005	2006	Akk. 04-06
SmallCap Danmark A/S egenkapitalfor. før skat	56,6%	60,2%	54,9%	288,6%
SmallCap Danmark A/S egenkapitalfor. efter skat	42,8%	44,4%	51,6%	212,6%
KFMX	40,9%	52,4%	43,0%	207,1%
OMXC20	17,3%	37,3%	12,2%	80,7%
OMXC	21,6%	39,6%	15,2%	95,5%
BankInvest Danske Small Cap Aktier	42,3%	71,9%	40,9%	244,7%
Danske Invest Select Danske Small Cap	40,5%	54,1%	41,9%	207,3%
Dexia Invest Danske Small Cap aktier	47,0%	46,6%	43,1%	208,5%
ABN AMRO Danmark	32,2%	43,9%	27,6%	142,7%
Danske Invest Danmark	25,9%	47,1%	26,8%	135,0%
SEBinvest Danske Aktier	33,9%	55,4%	39,4%	190,2%
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	22,2%	52,7%	28,7%	140,0%
Nykredit Invest Danske Aktier	37,3%	53,3%	25,3%	163,8%

Kilde: Investeringsforeningsrådet, FundCollect samt egne beregninger

Note: Afkast for investeringsforeninger opgivet før skat.

# Hvorfor small cap aktier?

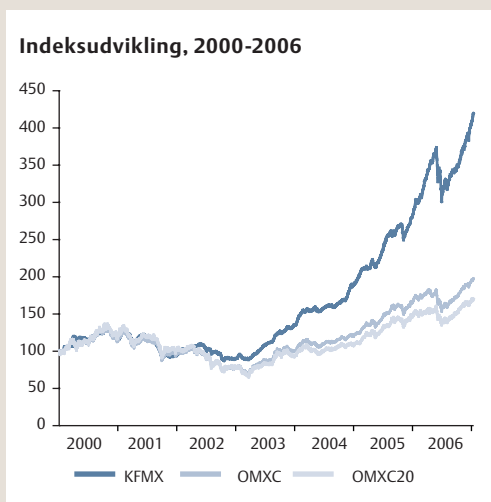
Historisk har investering i small cap aktier været attraktiv. Data for det amerikanske aktiemarked viser, at small cap aktier siden 1926 har givet et gennemsnitligt årligt afkast på 17,4% mod kun 12,3% i large cap aktier.



Et så kraftigt merafkast i de mindre aktiers favør bliver til store beløb i forskel over en årrække. I nedenstående tabel har vi illustreret effekten over en periode på 5, 10 og 20 år, beregnet med de gennemsnitlige afkast. F.eks. vil forskellen udgøre 56% efter 10 år til fordel for small cap aktierne. Der vil være store variationer inden for en konkret 5-års-periode i forhold til de lange gennemsnitstal.

Amerikanske aktiemarked	Gns. afkast	Oprindelig investering	5 år	Værdi efter 10 år	20 år
Small cap afkast	17,4%	100	223	497	2.474
Large cap afkast	12,3%	100	179	319	1.018
Small cap merafkast %	-	-	25%	56%	143%

Kilde: Ibbotson Associates og egne beregninger



Billedet er det samme for det danske aktiemarked, hvor der findes officielle sammenligningstal fra og med år 2000. Fra 2000 til 2006 er KFMX-indekset steget 319% sammenlignet med et afkast for OMXC-indekset på 98%. Fra og med 2002 har KFMX givet et markant bedre afkast hvert eneste år. Det skal dog tilføjes, at udgangspunktet var særligt gunstigt for small cap aktierne, da small cap discounten var meget høj i perioden fra 1998 til 2002.

En ofte fremført forklaring på small cap aktiernes bedre afkast er, at det er blandt de små virksomheder, fremtidens vindere skal findes. De små selskaber er oftest mere dynamiske og kan lettere vinde markedsandele og dermed vokse hurtigere end de store bluechips.

Det danske aktiemarked er et udpræget small cap marked. Investorernes og analytikernes fokus er imidlertid primært rettet mod de store aktier. Det skaber interessante afkastmuligheder blandt de små og mellemstore selskaber. Da der i antal er væsentligt flere små og mellemstore virksomheder, er der endvidere flere valgmuligheder.

Der er naturligvis perioder, hvor small cap aktier er mere i fokus end andre. Det ændrer imidlertid ikke det faktum, at aktivklassen er attraktiv, og at det er muligt at identificere selskaber med betydeligt potentiale for værditilvækst.



# Investeringsfilosofi

SmallCap Danmark A/S investerer i selskaber og ikke i brancher eller indeks.

Vi har en casebaseret investeringsproces og anvender hovedparten af vore ressourcer på dybdegående analyser af det enkelte selskab med henblik på at etablere og vedligeholde en nøje udvalgt og fokuseret portefølje på 20-30 selskaber. Derved adskiller selskabet sig fra traditionelle indeksbaserede investorer, der har væsentlig færre analyseressourcer til rådighed.

Vi investerer i forandringsprocesser. Formålet med vor analyseindsats er at identificere forandringer i enten virksomheden, i virksomhedens markeder eller i investorens opfattelse af selskabet og aktien. Det er disse forandringer, som skaber værdiforøgelsen for aktionærerne, i modsætning til mere eller mindre tilfældige indeksudsving.

Vi investerer i selskaber, hvor vi forstår forretningsgrundlaget. Derfor investerer vi typisk i virksomheder med forholdsvis få, men velafprøvede og velkendte produktområder.

Vi påstår ikke at være udstyret med særlige evner eller komplicerede modeller, som forudsiger fremtiden. Derimod vil vi gerne vedstå os en grundig og dybdegående analyseindsats og mange års erfaring med danske aktier og aktiemarkedsforhold.

## Investeringskriterier

SmallCap Danmark A/S har opstillet fire kriterier for investering i et selskab:

- Klar forståelse af forretningsmodel og de værdiskabende elementer.
- Stærkt produkt, koncept eller marked.
- Aktionærvenlig (eller på vej mod sådanne tiltag).
- Engageret ledelse.

Vi investerer derfor sjældent i biotekselskaber eller andre virksomheder, der kræver en betydelig specialviden, som vi ikke råder over, eller hvor en vurdering af den fremtidige udvikling i væsentlig grad må bero på eksterne eksperters vurdering.

Vi foretrækker virksomheder med en enkel struktur og få produktområder, idet dette oftest leder til en mere fokuseret og målrettet virksomhed, hvilket efter vor erfaring er den bedste forudsætning for succes.

Virksomheden skal også have en komparativ fordel. Derfor vil vi typisk investere i virksomheder, der har en stærk markedsposition på et nærmere defineret område.

Selskabet fravælger således konsekvent visse typer af virksomheder, og vi er helt bevidste om, at vi af den årsag i kortere perioder risikerer at få et lavere afkast end markedet generelt.

Vi er langsigtede investorer og har derfor tid til at vente på, at en investeringscase udvikler sig. Det langsigtede element har yderligere den fordel, at selskabet efter tre års ejerskab ikke er skattepligtig af aktieavancer.

På investeringstidspunktet vil selskaberne næppe opfylde alle vore kriterier, men det skal være sandsynligt, at de inden for en kortere periode vil opfylde stadig flere af kriterierne.

## Investeringsprocesser

Analyseprocessen er traditionel fundamentalanalyse. Der er kun i begrænset omfang ekstern analytisk dækning af danske small cap aktier. Dette er både vor eksistensberettigelse og årsagen til, at vor 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. Endvidere gør vi meget ud af relevante peer group sammenligninger – både med hensyn til vurdering af forretningsmodellens lønsomhed og i vurderingen af prisfastsættelse af aktien.

Vi lægger i beslutningsprocessen vægt på at være tidligt inde i en investering. Dermed sikres, at vi kapitaliserer både på værdiskabelsen og den efterfølgende multiplekspansion som følge af, at interessen for selskabet øges. Den øgede interesse afspejles typisk også i en forbedret likviditet i aktien.

Vi er en aktiv investor, som konstruktivt – men kritisk – arbejder for, at selskaberne får værdierne afspejlet i deres aktiekurser. Det sker i dialog med ledelserne af de selskaber, der investeres i.



### Investeringsunivers

SmallCap Danmark A/S' fokus er på aktier med en markedsværdi på under 2 mia. euro. Grænsen er forhøjet fra 1 mia. euro som følge af det seneste års store kursstigninger.

Minimum 80% af porteføljen skal placeres i danske aktier, hvor vi mener at have den største komparative fordel i kraft af nærhed til markedet. Dette indebærer, at højst 20% af formuen kan placeres i aktier i de øvrige nordiske markeder. Når vi har dokumenteret resultater ved investeringer i det øvrige Norden, er det planen, at denne grænse øges.

Selskabet kan, af likviditetshensyn, i perioder investere op til 30% i large cap aktier.

### Investeringsrammer

Bestyrelsen fastsætter rammerne for selskabets investeringer. De gældende rammer fremgår af tabellen:

Procent af egenkapital	SmallCap Danmark A/S
Enkeltpositioner	Maksimalt 20% i én aktie Summen af de tre største aktier må højst udgøre 45%
Danske aktier, min.	80%
Nordiske aktier, maks.	20%
Large cap aktier, maks.	30%
Typisk antal aktier i porteføljen	20-30
Likvider, maks.	50%
Lånefinansiering, maks.	50%

- Under særlige omstændigheder kan op til 20% af egenkapitalen placeres i en enkelt aktie. Alle investeringer, der overstiger 10% af egenkapitalen, kræver forudgående bestyrelsesgodkendelse.
- De tre største investeringer må tilsammen højst udgøre 45% af egenkapitalen.
- Det typiske antal aktier i porteføljen er 20-30 aktier.
- SmallCap Danmark A/S kan, når markedsforsholdene tilsiger det, i perioder gå likvid med helt op til 50% af egenkapitalen og tilsvarende i perioder lånefinansiere aktiekøb på helt op til 50% af egenkapitalen.

### Rapportering

- SmallCap Danmark A/S udsender kvartalsrapporter.
- Børskursen fremgår af selskabets hjemmeside med 15 minutters forsinkelse.
- Seneste børsdags indre værdi (baseret på lukkekurser) oplyses på hjemmesiden.
- De fem største investeringer ved slutningen af hvert kvartal oplyses i kvartalsmeddelelsen, og de 10 største ved slutningen af året oplyses i årsrapporten.

# Ligheder og forskelle

– mellem SmallCap Danmark A/S og Investeringsforeningen SmallCap Danmark

SmallCap Danmark A/S og Investeringsforeningen SmallCap Danmark har samme grundkoncept og strategi. Dette betyder, at de to enheder har aktieporteføljer, der er meget ens, men alligevel afviger i mindre grad på grund af:

## Forskelle i placeringsrammer

Lovgivningen for investeringsforeninger gør, at investeringsforeningen er underlagt snævrere rammer end dem, bestyrelsen har fastsat for SmallCap Danmark A/S, i forhold til: 1) Porteføljens andel af den samlede kapital, hvor aktieselskabet i negative markeder kan have en høj likviditetsandel og i positive markeder kan øge investeringerne ud over egenkapitalen, 2) Porteføljens sammensætning, hvor SmallCap Danmark A/S kan have større enkeltpositioner.

## Forskelle i porteføljens aldersfordeling

Modsat investeringsforeningen er SmallCap Danmark A/S skattepligtig af realiserede kursgevinster på aktier, som selskabet har ejet i mindre end tre år. SmallCap Danmark A/S' investeringshorisont er derfor som udgangspunkt tre år. Investeringsforeningen er også en langsigtet investor, men behøver ikke i samme grad holde sig til treårshorisoner.

## Hvor skal jeg investere?

Valget mellem SmallCap Danmark A/S og Investeringsforeningen SmallCap Danmark afhænger af investors risikoprofil, samt hvilken type midler (frie midler, pensionsmidler eller selskabsmidler) og tidshorizont investor har.

Lidt forenklet kan man sige, at aktieselskabet har større frihedsgrader end investeringsforeningen, men at prisen for disse til en vis grad er en højere afkastbeskatning.

Generelt vil der være en tendens til, at aktieselskabet klarer sig bedre end investeringsforeningen i perioder med en længerevarende, markant op- eller nedtur i markedet. I sådanne perioder vil der være en tendens til, at fleksibiliteten opvejer merbeskatningen. Omvendt vil der, under mere stabile markedsforhold, ofte være en tendens til, at investeringsforeningen giver det bedste afkast efter skat.

Aktieselskabet vil normalt have en højere risikoprofil, da det ikke er uden risiko at øge investeringerne over egenkapitalen eller gå likvid, hvis ledelsen læser markedet forkert.

Forskelle i placeringsrammer	SmallCap Danmark A/S	Investeringsforeningen SmallCap Danmark
Likviditetsandel	Maks. 50%	Maks. 20%
Lånefinansierede aktiekøb	Maks. 50%	Ikke muligt
Største enkeltpositioner	Maks. 20% i én aktie Summen af de tre største aktier må højst udgøre 45%	Maks. 10% i én aktie Summen af aktier på 5-10% må højst udgøre 40%

## Forskel i effektiv beskatning af afkast ved investering gennem SmallCap Danmark A/S og Investeringsforeningen SmallCap Danmark

% - point	Frie midler	Pensionsmidler	Selskabsmidler	
			< 3 år	> 3 år
Aktieselskabet	51% - point	27% - point	38% - point	0% - point
Investeringsforeningen	43% - point	15% - point	28% - point	0% - point
Forskel	+8% - point	+12% - point	+10% - point	+0% - point
Nødvendigt merafkast i SmallCap Danmark A/S p.a. for breakeven efter 3 år	0,9% - point	1,2% - point	-	0% - point

Note: Merbeskatningen er opgjort ved gældende skattesatser (pr. 1. marts 2007) og under forudsætning af, at i gennemsnit 50% af realiserede kursgevinster realiseres efter mere end 3 års ejerskab.

Merbeskatningen ved investering via aktieselskabet følger af, at realiserede gevinster på aktier ejet i mindre end tre år dobbeltbeskattes, dvs. både SmallCap Danmark A/S og investor selv er skattepligtig af disse gevinster. Beskatningen af afkast i en investeringsforening er altid den samme, som hvis investor investerede i aktier direkte.

Graden af merbeskatning afhænger af hvilken type midler investor placerer samt af investors investeringshorisont. Investeringshorisonten har betydning, da der er forskel på hvor stor en andel af den samlede skat der forfalder løbende hhv. kan udskydes. Se tabel.

Bemærk, at der ikke skal store forskelle til i afkastet før skat, førend forskellene i beskatningen udlignes. F.eks. vil afkastet efter skat for en privat investor, der investerer for frie midler og har en treårig investeringshorisont, være det samme, hvis afkastet i gennemsnit er 0,9%-point p.a. højere i aktieselskabet end i investeringsforeningen over den treårige periode.

# Ledelsens årsberetning

SmallCap Danmark A/S forrentede i 2006 primo egenkapitalen med 55,0% før skat og realiserede dermed et resultat før skat på 205,0 mio. kr.

Resultatet er i overensstemmelse med de seneste udtrykte forventninger.

Årets resultat bygger på en kombination af fortsat gunstige aktiemarkedsvilkår, hvor de små og mellemstore virksomheder igen generelt outperformede de store, samt at selskabet også i 2006 formåede, gennem udvælgelse af de "rigtige" aktier, at outperforme small cap og mid cap markedet.

Egenkapitalforrentning	2004	2005	2006
Forrentning af primo egenkapital før skat	56,6%	60,2%	55,0%
Forrentning af primo egenkapital efter skat	42,8%	44,4%	51,6%
Stigning i KFMX	40,9%	52,4%	43,0%
Merafkast i forhold til KFMX, før skat	15,7%	7,8%	12,0%

Egenkapitalforrentningen på 55,0% før skat skal sammenholdes med en stigning i KFMX-indekset, der udtrykker udviklingen i segmentet af små og mellemstore virksomheder, på 43,0%.

I regnskabet for 2006 er der afsat skat svarende til en effektiv skattesats på 6,1%. Den lave skattesats skyldes primært, at selskabets bestyrelse i november 2006 besluttede at ændre metoden til opgørelse af udskudt skat (dvs. den hensatte skat af urealiserede kursgevinster). Den nye metode indebærer, at den afsatte skat afspejler porteføljens aldersfordeling og således tager hensyn til, at der er en aftagende sandsynlighed for skattepligtig realisation jo tættere en avance kommer på treårsfristen for skattefrihed. Læs mere om den nye metode til opgørelse af udskudt skat i afsnittet: Porteføljens aldersfordeling og udskudt skat på side 22.

Børskursen på selskabets aktier steg fra 67,2 kr. pr. aktie ultimo 2005 til 99,0 kr. pr. aktie ultimo 2006, en kursstigning på 47,3%. I april 2006 blev der udbetalt 3 kr. pr. aktie i dividende, og aktionærernes samlede afkast i 2006 blev dermed på 51,8%.

Resultatet for 2006 er væsentligt bedre end ventet ved årets start, drevet af et stærkere aktiemarked end forudset.

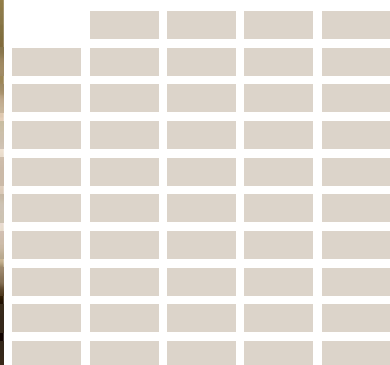
## Aktiemarkedsudviklingen i 2006

2006 blev endnu et godt aktieår, hvor de globale aktiemarkeder steg med 13,5% målt ved udviklingen i MSCI World-indekset. De europæiske markeder klarede sig generelt godt, og især danske small cap aktier (KFMX-indekset) havde endnu et fantastisk år med en stigning på 43,0% sammenlignet med en stigning på 15,2% for det brede danske OMXC-indeks. Gode konjunkturer, stærk indtjeningsudvikling i selskaberne, men også stigende risikovillighed blandt investorerne, var årsagerne til den positive udvikling.

Året forløb dog ikke uden et betydeligt bump på vejen, da aktiemarkederne over hele verden, inklusive det danske marked, faldt kraftigt fra den 10. maj og frem til midten af juni. Fra årsskiftet frem til maj havde aktiemarkederne generelt vist kursstigninger på op mod 10% for hovedmarkederne. I Danmark var det brede OMXC-indeks steget med 6%. KFMX-indekset var steget med hele 27%.

Udvikling i aktieindeks	2004	2005	2006	Akkumuleret 2004-2006
KFMX	40,9%	52,4%	43,0%	207,1%
OMXC	21,6%	39,6%	15,2%	95,5%
OMXC20	17,3%	37,3%	12,2%	80,7%
MSCI World Small Cap	18,8%	21,3%	11,9%	61,4%
Russell 2000	17,0%	3,3%	17,0%	41,4%
DAX	7,3%	27,1%	22,0%	66,4%
S&P 500	9,0%	3,0%	13,6%	27,6%
Nikkei 225	7,6%	40,2%	6,9%	61,3%
MSCI World	9,5%	13,7%	13,5%	41,4%
10 årsrenter (%), primo	2004	2005	2006	Ultimo 2006
10 årsrenter, Danmark	4,5	3,8	3,3	3,9
10 årsrenter, Tyskland	4,3	3,7	3,3	4,0
10 årsrenter, USA	4,3	4,2	4,4	4,7

Kilde: JCF Quant



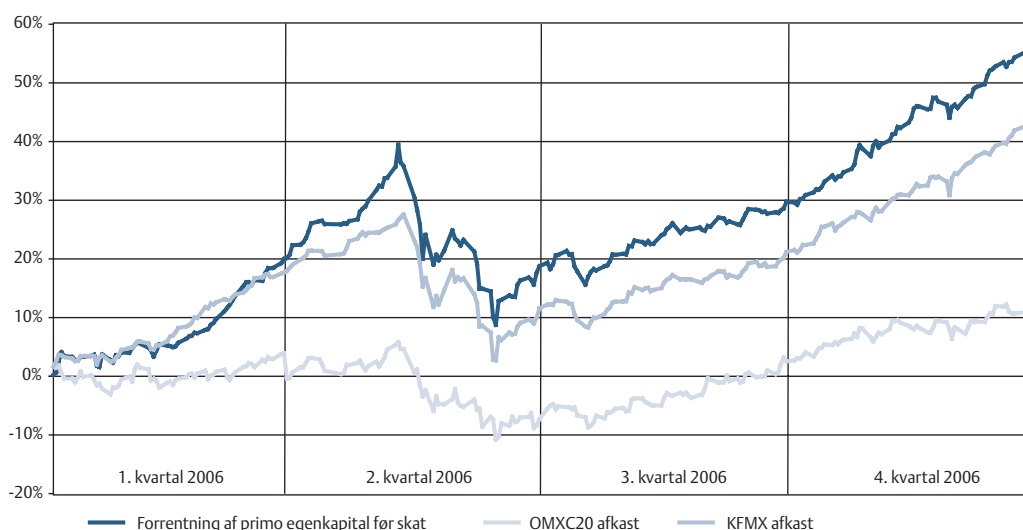
Det var den nye amerikanske nationalbank direktør Ben Bernanke, der udløste kursfaldene, da han skabte usikkerhed om den amerikanske rentepolitik. Efter tre års ubrudte stigninger i aktiekurserne over det meste af verden, skiftede stemningen fra optimisme til frygt for stigende inflation og faldende vækst på grund af større rentestigninger end tidligere forventet. Mange investorer blev kraftigt mindet om, at risiko er en del af aktiemarkedet, og at aktier kan falde i kurs.

Samtlige betydende indeks viste samtidige store fald på 10-20% fra toppen. Aktiekurserne svingede meget inden for de enkelte dage, hvor der blev set udsving i markederne på op til 5% eller mere. Aktiemarkederne rettede sig igen fra midten af juni og sluttede året med to meget stærke kvartaler.

De mellemstore og mindre aktier faldt lidt kraftigere end de store likvide aktier, men siden juni 2006 har KFMX-indekset igen overhalet OMXC-indekset. Fra bunden i midten af juni 2006 frem til årsskiftet steg KFMX med 39,5%. OMXC steg med 28,9% i samme periode.

De lange toneangivende renter viste en opadgående tendens i 2006. Rentestigningerne skete dog i 1. kvartal og frem til maj, hvor aktierne begyndte at korrigeres. Den danske toneangivende rente steg med 0,7-0,8%-point, hvilket var på niveau med stigningerne i hovedmarkerne i Tyskland og USA. I 3. kvartal faldt renterne igen moderat for at blive afløst af tilsvarende stigninger i 4. kvartal.

#### Forrentning af primo egenkapital før skat vs. udviklingen i OMXC20 og KFMX, 2006



Kilde: JCF Quant og egne beregninger

### Selskabets investeringer

SmallCap Danmark A/S kom godt fra start med en out-performance i forhold til markedet på ca. 3%-point i 1. kvartal. Kursfaldene i 2. kvartal ramte naturligvis også selskabets portefølje, men i noget mindre grad end markedet som helhed, og selskabet outperformede med ca. 4%-point. Dette var et resultat af den valgte porteføljestrategi med vægt på selskaber med solide balancer og højt cashflow.

I årets 3. kvartal udviklede selskabets værditilvækst sig kun marginalt bedre end udviklingen i markedet som helhed. I årets 4. kvartal var der pæne stigninger i flere af selskabets store kerneinvesteringer, hvilket betød, at selskabet igen outperformede markedet (ca. 3%-point).

På grund af de stærke markeder har selskabet i perioder benyttet muligheden for at investere ud over egenkapitalen. Aktieporteføljen har således i året varieret mellem 92% og 127% af egenkapitalen. Dette har samlet set bidraget positivt til årets resultat og egenkapitalforrentningen.

Som det er kendetegnede for selskabets koncept, er aktieporteføljen meget fokuseret med omkring 10 kerneinvesteringer, der typisk indgår i porteføljen over

en treårig investeringshorisont og som bidrager markant til resultatet i mindst to ud af tre år.

De 10 største enkeltinvesteringer bidrog i 2006 med et investeringsresultat på 184,8 mio. kr., eller 82,9% af det samlede investeringsresultat. Primo henholdsvis ultimo året udgjorde disse investeringer 62,3% respektive 76,7% af egenkapitalen.

Den bedst performende af selskabets investeringer var BoConcept, der i 2006 steg med 142%. BoConcept er samtidig den aktie, der har bidraget mest til årets resultat. Aktien bidrog med 52,9 mio. kr., eller godt en fjerdedel af det samlede investeringsresultat. Læs mere om investeringen i BoConcept i den udvidede casebeskrivelse på side 14.

Syv ud af selskabets ti største investeringer gav i 2006 et afkast, der var højere end stigningen i KFMX over den periode, de indgik i porteføljen (bemærk, at Investeringsforeningen SmallCap Danmark, H+H International og Brdr. Hartmann ikke var i selskabets portefølje hele året, men alle har outperformat i den periode, de har været i porteføljen).

Se i øvrigt casebeskrivelserne af FLS, Solar, Rockwool og Brdr. Hartmann på siderne 15-18.

TOP 10 pr. 31.12.06		Bidrag til resultat mio. kr.	Kursstigning i 2006	Kursværdi 31.12.06 mio. kr.	Procent af egenkapital		
					31.12.05	31.12.06	ændring
1	BoConcept	52,9	142%	75,0	10,3%	13,6%	+3,3%
2	Invf. SmallCap Danmark	18,4	-	60,4	0,0%	10,9%	+10,9%
3	Solar	17,4	34%	51,2	14,2%	9,3%	-5,0%
4	Egetæpper	20,6	70%	46,2	8,1%	8,4%	+0,2%
5	Rockwool Int.	13,5	41%	43,7	9,3%	7,9%	-1,4%
6	SimCorp	20,0	102%	40,8	5,6%	7,4%	+1,7%
7	FLS	30,3	95%	35,9	4,2%	6,5%	+2,3%
8	H+H	4,4	38%	31,7	4,5%	5,7%	+1,2%
9	Brdr. Hartmann	7,3	38%	19,7	0,0%	3,6%	+3,6%
10	AMBU	-0,5	-1%	19,1	6,0%	3,5%	-2,5%
TOP 10		184,3		423,8	62,3%	76,7%	
Andre		38,1		106,3	52,9%	19,2%	
I ALT		222,4		530,1	115,2%	95,9%	

### **Investeringsforeningen SmallCap Danmark**

Som følge af nye regler for aktieavancebeskatning, der trådte i kraft ved årsskiftet 2005/06, tog bestyrelsen ultimo 2005 initiativ til etablering af en udbytteudloddende investeringsforening med samme grundkoncept og strategi som SmallCap Danmark A/S.

Den nye forening blev godkendt af Finanstilsynet i slutningen af marts. I april var der åben for nyttegning, og foreningen havde første noteringsdag den 5. maj. Foreningen blev godt modtaget i markedet og fik fra start tilført 276 mio. kr.

Selvom foreningen startede umiddelbart inden markedskorrekturen, opnåede foreningen et afkast, fra den 5. maj til ultimo året, på 20,2%, hvilket skal sammenholdes med en stigning i KFMX på 14,5% over samme periode.

Selskabet tegnede i april for nominelt 100 mio. kr. beviser i investeringsforeningen. Investeringen bidrog i 2006 med 18,4 mio. kr. til selskabets resultat.

Selskabets investering i investeringsforeningen er primo 2007 nedbragt til nominelt 30 mio. kr. Det er hensigten på sigt at afhænde de resterende beviser.

Afkast, 5. maj-31. december 2006	20,2%
Stigning i KFMX, 5. maj-31. december 2006	14,5%
Merafkast i forhold til KFMX, 5. maj-31. december 2006	5,7%

*Foreningen har i dag en formue på over 400 mio. kr.*

### **Væsentlige omlægninger af porteføljen**

Investeringsforeningen SmallCap Danmark (se ovenfor) og Brdr. Hartmann er begge nye blandt selskabets 10 største investeringer. Brdr. Hartmann er en ny, spændende om end risikobetonet case i vor portefølje, der, selvom aktien først er tilkøbt i slutningen af maj 2006, nåede at bidrage med 7,3 mio. kr. til resultatet for 2006.

Auriga (5,5%) og Bang & Olufsen (3,9%) er ikke længere blandt selskabets 10 største investeringer. Auriga er solgt helt ud af porteføljen grundet bekymring for udviklingen i Brasilien, mens Bang og Olufsen stadig indgår i porteføljen ultimo 2006, men med en væsentlig lavere vægt.

Af andre væsentlige omlægninger kan nævnes Solar og Ambu. Vor meget store position i Solar primo året skal ses i lyset af den igangsatte proces for en sammenlægning af Nordisk Solar og Solar Holding. Vore aktier var primært aktier i Solar Holding. Med sammenlægningen forsvandt den rabat, der tidligere var i Solar Holding. Den lavere vægt i Solar kan endvidere tilskrives, at kursudviklingen i aktien i 2006 har været under gennemsnittet for vor portefølje. Beholdningen af Ambu

er reduceret, da usikkerheden om aktiens vækstprofil er øget.

Med virkning fra årsskiftet 2005/2006 begyndte selskabet at bearbejde det svenske marked – med særlig fokus på small cap selskaber i Sydsverige. Vi har brugt ressourcer på at øge kendskabet til det svenske marked og har gennemført en række virksomhedsbesøg. Investeringsmæssigt er vi startet forsigtigt op i erkendelse af, at vor detailviden om det svenske marked endnu ikke er kommet op på niveau med vor viden om det danske marked. Ultimo 2006 havde SmallCap Danmark A/S én investering i Sverige, der udgjorde under 5% af egenkapitalen.

### **Small cap aktier er ikke blevet dyrere**

Modsat det gængse synspunkt er det vor opfattelse, at de bedste small cap aktier ikke er blevet dyrere i forhold til large cap aktier det seneste år på trods af endnu et år med markant outperformance. Det skyldes, at small cap selskaberne under ét har haft en meget høj indtjeningsvækst i 2006 på 64% i EBITA sammenlignet med en stigning i EBITA på 20% for de største service- og industriselskaber.



Efter vor opfattelse er den traditionelle måde at betragte den relative prisfastsættelse mellem small cap aktier og large cap aktier for unuanceret. Vi har medtaget et appendiks i årsrapporten, hvor vi udførligt gennemgår vort syn på prisfastsættelsen af small cap aktier og large cap aktier.

Det er vor konklusion, at den bedste metode til prisfastsættelse af aktier er ved sammenligning med en international peer group, hvor forretningsmodellerne ligner hinanden. I sammenligningen er de bedste danske small cap selskaber generelt ikke blevet dyrere i 2006, da de har haft en bedre indtjeningsudvikling og større cashflowgenerering end peer group-gennemsnittet.

Vi tillægger derfor ikke den traditionelle sammenligning af prisfastsættelsen mellem small cap aktier og large cap aktier samme vægt som peer group-sammenligninger, især på grund af de store forskelle i forretningsmodellerne. Men selv ved anvendelse af den traditionelle P/E-sammenligningsmetode kommer de bedste small cap aktier ud af 2006 uden at være blevet dyrere i forhold til large cap aktier som følge af den bedre indtjeningsudvikling og cashflowgenerering blandt small cap selskaberne.

#### **Forventninger til 2007**

SmallCap Danmark A/S forventer et resultat for 2007, der lever op til selskabets langsigtede målsætning om en forrentning af primo egenkapitalen på mindst 15% p.a. før skat.

Vi har tillid til, at SmallCap Danmark A/S' investeringskoncept også i 2007 vil føre til et bedre afkast end udviklingen i KFMX-indekset. Porteføljen vil forsat bestå af omhyggeligt udvalgte aktier, hvor vi kan identificere en værdiskabende forandringsproces.

Vi tror på et fornuftigt aktiemarked i 2007. En korrektion i løbet af året vil dog ikke være en overraskelse i betragtning af de senere års store kursstigninger, hvor KFMX-indekset er steget i 11 ud af 12 kvartaler siden 2004, med korrektionen i 2. kvartal 2006 som den hidtil eneste undtagelse.

Den største usikkerhed knytter sig til vækstudsigtene i USA. Vi hælder fortsat til et scenario med blød landing, hvor væksten dæmpes uden at gå over i en egentlig recession. Ro om den amerikanske rentepolitik, lavere eller stabile oliepriser til gavn for de vestlige økonomier, og tillid til at det amerikanske privatforbrug, trods pres på boligmarkedet, ikke falder væsentligt, er de vigtigste forudsætninger for vor holdning.

Stigende risikovillighed i aktiemarkedene har været en væsentlig driver bag kursstigningerne. Det er dog værd at notere sig, at risikopræmien fortsat ligger over det historiske gennemsnit. Risikopræmien er i gennemsnit 4,0% i forhold til renten på de lange toneangivende obligationer sammenlignet med et historisk gennemsnit på ca. 3,5-4,0%. Risikopræmien er et simpelt udtryk for det merafkast, som forventes opnået ved at købe aktier frem for obligationer. Den nuværende risikopræmie indebærer, at der er plads til en rentestigning på 25-50 basispunkter, før prisfastsættelsen bliver anstrengt. Den nuværende risikopræmie, lidt over det historiske gennemsnit, understøtter udsigten til et positivt marked, om end ikke i samme grad som tidligere.



# Udvalgte investmentcases



## Udvidet casebeskrivelse: BoConcept

Mio. kr., 1.5-30.4	2004/05	2005/06	2006/07e	Gennemsnit	2007/08e
Omsætning	795,6	951,5	1.020,3	922,5	1.211,0
Omsætningsvækst	7,3%	19,6%	7,2%	11,4%	18,7%
EBITA	14,8	38,3	63,9	39,0	101,7
EBITA-margin	1,9%	4,0%	6,3%	4,2%	8,4%
Resultat før skat	0,2	27,7	54,9	27,6	94,7
EPS	0,2	4,9	14,4	6,5	24,9
EPS-vækst	-102%	2.270%	197%	788%	73%
Kurstigning	16%	718%	32%	132%	n.a.
P/E	175,5	60,6	26,7	n.m.	15,5
EV/EBITA	26,2	25,4	18,6	n.m.	11,3

Kilde: Egne beregninger

SmallCap Danmark A/S' investering i BoConcept (tidligere Denka Holding) er et typisk eksempel på, hvordan vi arbejder. Vi har fulgt selskabet gennem en årrække, fordi selskabets udvikling fra traditionel møbelproducent til franchiseholder for en kæde af møbelbutikker var yderst interessant, men også meget kompliceret, hvilket viste sig ved en række år med negative resultater.

I 2005 så vi de første tegn på en forbedring af resultaterne, og SmallCap Danmark A/S besøgte virksomheden for at forstå i hvilket omfang, de ændrede resultater var af midlertidig eller blivende karakter. Vi fik et klart indtryk af, at ledelsen havde erkendt og lært af tidligere tiders fejltagelser og nu havde en mere langsigtet og bæredygtig plan for selskabets udvikling.

BoConcept var en typisk turnaroundcase – med de ricisi der følger heraf. SmallCap Danmark A/S' første investering i selskabet medio 2005 var baseret på en høj grad af tillid til selskabets ledelse kombineret med vore egne analyser, der sandsynliggjorde en fortsat positiv udvikling.

I takt med – at de efterfølgende kvartalsmeddelelser bekræftede – at turnarouden var en realitet, blev SmallCap Danmark A/S' aktiepost i selskabet gradvis udvidet. I samme periode afholdt vi en række møder med detailhandel- og møbelfolk samt møder med franchisetagere for bedre at forstå omfanget og dybden af de forandringer, som selskabet havde været igennem, og i hvilket omfang de kom kunderne til gode.

I første halvår 2006 viste resultaterne i BoConcept, at de gennemførte ændringer af strategi, administration og distribution virkede efter hensigten. I maj 2006 præsenterede BoConcept en langsigtet vækstplan for perioden frem til 2010. Hovedelementerne i planen var en fordobling af antallet af butikker og et mål om at løfte EBITA-margin til mindst 10%.

Resultat før skat blev i 05/06 28 mio. kr. med en EBITA-margin på 4%. Guidance for 06/07 lød på 50-55 mio. kr. – hvilket var næsten en fordobling, og særdeles realistisk på baggrund af den historiske udvikling og de lagte planer. På denne baggrund valgte SmallCap Danmark A/S at øge eksponeringen i selskabet, så det i dag er vor største investering.

Turnaroundcasen er i dag afløst af en vækstcase med langsigtede perspektiver, og selskabet er i dag velkendt blandt en række institutionelle investorer. Der er nu tre finanhuse, der følger selskabet, og den store interesse har skabt en betydelig multipelekspansion, hvilket sammen med den store vækst i indtjeningen har medført, at selskabet i 2006 var blandt de 10 bedste aktier på Københavns Fondsbørs.

Den høje børskurs, der i skrivende stund er ca. 400, afspejler store forventninger til, at selskabets ledelse kan fortsætte fremgangen kombineret med, at franchisekonceptet som følge af et højt cashflow er gearret til vækst samtidig med at kapitalbehovet er yderst begrænset.



## Solar

Mio. euro	2004	2005	2006e	Gennemsnit	2007e
Omsætning	852	911	1.063	942	1.265
Omsætningsvækst	5%	7%	17%	9%	19%
EBITA	38	43	64	48	80
EBITA-margin	4,5%	4,7%	6,0%	5,1%	6,3%
Resultat før skat	32	41	65	46	74
EPS	3,4	4,2	6,3	4,6	7,6
EPS-vækst	26%	25%	48%	32%	21%
Kursstigning	30%	101%	27%	49%	n.a.
P/E	11,0	17,7	15,2	14,6	13,0
EV/EBITA	8,6	14,2	13,3	12,0	10,4

Kilde: Egne beregninger

**Investmentcase:** Solar er en investering i en relativ høj markedsvækst, men især i den fortsatte forbedring af indtjeningsvnen – drevet af det fortsatte arbejde med at standardisere forretningsprocesser og it-systemer – som efter vor vurdering ikke er afspejlet i den nuværende kurs. Hertil kommer genoptagelsen af akkvisitionsstrategien med opkøb i Holland og Norge, som vil styrke markedspositionen og være værdiskabende for aktionærene.

**Udviklingen i 2006:** Solar opjusterede guidance for resultatet før skat for 2006 for tredje gang i rapporten for 3. kvartal. Oprindeligt forventede Solar et resultat

før skat for 2006 på 45,5 euro. Den senest opdaterede forventning i tredjekvartalsmeddelelsen lød på 61 mio. euro, hvilket er 34% over den første udmelding. Opjusteringerne understreger, at Solar oplever højt aktivitetsniveau på alle sine markeder.

**Forventningen til 2007:** Vi forventer, at resultatet før skat for 2007 vil stige fra 65 mio. euro til 74 mio. euro – drevet af 19% vækst i toplinej (godt halvdelen er tilkøbt vækst) og en forbedring i indtjeningsmarginalen som følge af stordriftsfordele og den interne effektivisering ved implementering af standardiserede processer og it-systemer.



#### FLSmidth & Co.

Mio. kr.	2004	2005	2006e	Gennemsnit	2007e
Omsætning	10.829	10.502	12.300	11.210	17.825
Omsætningsvækst	-27%	-3%	17%	n.m.	45%
EBITA	-194	352	775	311	1.250
EBITA-margin	-1,8%	3,4%	6,3%	2,8%	7,0%
Resultat før skat	287	470	925	561	1.322
EPS	2,7	9,2	12,8	8,2	17,6
EPS-vækst	-106%	236%	39%	n.m.	-18%
Kursstigning	55%	80%	96%	76%	n.a.
P/E	n.m.	19,6	28,7	n.m.	20,6
EV/EBITA	n.m.	19,8	21,1	n.m.	13,0

Kilde: Egne beregninger

**Investmentcase:** FLSmidth er en investering i fortsat høj strukturel drevet vækst i udstyr til cement- og mineralindustrien. Ud over den nuværende normale cykliske optur er markederne også drevet af udbygningen af infrastrukturen i mellemøstlige stater (oliepenge), Indien og i tidligere randstater i Sovjetunionen. Den rekordstore ordrebeholdning understreger selskabets konkurrencekraft. Samtidig med den høje vækst i top-linjen forsætter indtjeningsmarginalen med at stige som følge af den gennemførte turnaround af selskabet, men også på grund af pricingspower i det nuværende sælgers marked.

**Udviklingen i 2006:** FLSmidth opjusterede guidance for 2006 for fjerde gang den 2. februar 2007. Den oprindelige forventning var et resultat før skat for 2006 på 550 mio. kr. Seneste udmelding er 925 mio. kr., hvilket er 68% over den oprindelige udmelding.

**Forventningen til 2007:** Vi forventer, at resultatet før skat for 2007 vil stige fra 925 mio. kr. til 1.322 mio. kr. Udstyr til mineralindustrien vil opleve den højeste vækst med en stigning i omsætningen på 60%, sammenlignet med en forventet omsætningsvækst for hele koncernen på 45%. FLSmidth har meget høje forventninger til markedet for udstyr til mineralindustrien. På lidt længere sigt forventer selskabet, at dette område vil vægte lige så tungt i koncernen som udstyr til cementindustrien. I 2006 udgjorde udstyr til mineralindustrien 25% af den samlede omsætning til de to industrier mod 75% til cementindustrien. Indtjeningsniveauet fortsætter med at stige i kraft af stigende priser på ordrebeholdningen.



## Rockwool

Mio. kr.	2004	2005	2006e	Gennemsnit	2007e
Omsætning	9.143	10.024	11.528	10.232	12.796
Omsætningsvækst	11%	10%	15%	12%	11%
EBITA	701	885	1.393	993	1.638
EBITA-margin	7,7%	8,8%	12,1%	9,7%	12,8%
Resultat før skat	604	877	1.397	959	1.683
EPS	20,1	26,1	42,6	29,6	52,7
EPS-vækst	55%	30%	63%	49%	24%
Kursstigning	39%	127%	40%	64%	n.a.
P/E	13,8	24,1	20,6	19,5	19,1
EV/EBITA	9,8	15,2	13,6	12,9	12,8

Kilde: Egne beregninger

**Investmentcase:** Rockwool er en investering i fortsat positive markeder for stenuldsisolering. Selv det tyske marked er nu begyndt at vise positive tegn. EU's nye byggeregulativ om bygningers samlede energi performance vil blive en betydelig bidragsyder til de kommende års vækst. De høje energipriser er en anden væsentlig vækstdriver. Eksponeringen mod Østeuropa vil ligeledes fortsætte med et højt vækstbidrag.

**Udviklingen i 2006:** Rockwool har ligeledes opjusteret flere gange i løbet af 2006. Seneste udmelding den 10. januar 2007 var et nettoresultat på 900 mio. kr. mod den oprindelige forventning på 700 mio. kr. Samtlige producenter inden for stenuldsindustrien har udsolgt. Dette sælgers marked har betydet, at Rockwool har kunnet sætte salgspriserne op med ca. 4% i gennemsnit for 2006.

**Forventningen til 2007:** Vi forventer, at resultat før skat for 2007 vil stige fra 1.397 mio. kr. til 1.683 mio. kr. Markederne ser fortsat meget positive ud. Rockwool har besluttet at sætte yderligere fart på kapacitetsudvidelserne i de kommende år for at kunne imødegå den høje efterspørgsel. Den fulde kapacitetsudnyttelse vil lægge låg på omsætningsvæksten til omkring 11%. Stigende salgspriser tegner sig for ca. 3% af omsætningsvæksten. Den fortsatte mulighed for at hæve salgspriserne medfører, at indtjeningsmarginalen også vil stige i 2007.



### Brdr. Hartmann

Mio. kr.	2004	2005	2006e	Gennemsnit	2007e
Omsætning	1.517	1.569	1.467	1.518	1.540
Omsætningsvækst	-1%	3%	-6%	-1%	5%
EBITA	-62	45	-5	-7	80
EBITA-margin	-4,1%	2,9%	-0,3%	-0,5%	5,2%
Resultat før skat	-148	45	-73	-59	58
EPS	-36,0	1,4	-11,4	-15,3	11,4
EPS-vækst	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Kursstigning	-19%	43%	37%	17%	n.a.
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	18,3
EV/EBITA	n.m.	24,7	n.m.	n.m.	14,8

Kilde: Egne beregninger

**Investmentcase:** Hartmann er et eksempel på en ægte turnaroundcase med et betydeligt kurspotentiale, hvis det lykkes at vende virksomheden, men hvor risikoen også er meget høj. Det er sjældent, at en investmentcase af denne type forløber uden store bump på vejen, hvilket også har været tilfældet med Brdr. Hartmann, illustreret ved den seneste nedjustering den 1. februar 2007.

**Udviklingen i 2006:** Resultatmæssigt var udviklingen præget af fortsatte problemer i Nord- og Sydamerika. Den 24. maj 2006 skete der en markant ændring, hvor selskabet meddelte, at den administrerende direktør fratrådte. Vi så det som et kraftigt signal om, at selskabet langt om længe under en ny ledelse ville påbegynde en fokuseringsstrategi med det formål at genskabe indtjeningsvnen.

**Forventningen til 2007:** Hartmann nedjusterede den 1. februar 2007. Her blev aktiviteterne i Sydamerika nedskrevet med 125 mio. kr. Samtidig meddelte Hartmann om indtjeningsproblemer i kerneforretningen, ægemballage i Europa, hvor produktionen holdede efter salget med ekstraomkostninger til følge. Vi har fortsat tillid til, at den påbegyndte fokuseringsstrategi vil skabe en turnaround i indtjeningen i løbet af et par år, men har ikke forventning om en væsentlig fremgang i den underliggende drift allerede i 2007.

# Ledelsens regnskabsberetning

Alle tal i dette afsnit og i årsregnskabet på de følgende sider er koncerntal. Årsrapport med moderselskabsregnskab for SmallCap Danmark A/S kan rekvireres ved henvendelse til selskabet samt downloades fra selskabets hjemmeside [www.smallcap.dk/as](http://www.smallcap.dk/as).

Årsregnskabet for 2006 er aflagt efter IFRS. Den anvendte praksis er uændret i forhold til 2005.

## Selskabets resultat for 2006

SmallCap Danmark A/S' resultat for 2006 blev 205,0 mio. kr. før skat mod 168,3 mio. kr. før skat i 2005. Resultat efter skat blev 192,5 mio. kr., hvilket skal sammenholdes med et resultat på 124,3 mio. kr. i 2005.

Selskabets investeringsresultat blev på 222,4 mio. kr. I 2005 gav investeringerne et tilsvarende resultat på 181,0 mio. kr. For en nærmere gennemgang af udviklingen i selskabets investeringer i 2006 henvises til ledelsens årsberetning, side 9.



Af den afsatte bonus for 2006 på 9,9 mio. kr. opfylder de 6,5 mio. kr. kriterierne for udbetaling, mens de 3,4 mio. kr. overføres til næste år. Beløbet er afsat da det er sandsynligt, at beløbet kommer til udbetaling. De fremførte beløb kommer til udbetaling, såfremt selskabets ledelse også i 2007 outperformer markedet, og selskabets omkostninger inklusive bonus ikke overstiger 3% af den gennemsnitlige egenkapital over året.

Der er i regnskabet for 2006 afsat skat på 12,5 mio. kr. (2,2 pr. aktie), svarende til en effektiv skattesats på 6,1%. I 2005 blev der afsat 44,0 mio. kr. (7,8 kr. pr. aktie) i skat, hvilket gav en effektiv skattesats på 26,1%. Faldet i den effektive skattesats skyldes primært, at selskabets bestyrelse i november 2006 besluttede at ændre metoden til opgørelse af udskudt skat. Læs nærmere herom i afsnittet porteføljens aldersfordeling og skat nedenfor.

Efter den hidtidige metode for opgørelse af udskudt skat ville den afsatte skat for 2006 have været 35,1 mio. kr. (6,3 kr. pr. aktie) højere og den effektive skattesats have været 23,2%. Den reducerede skattesats i forhold til 2005 skyldes en øget andel af aktier, der har været i selskabets ejerskab i mere end tre år.

Resultatopgørelse i hovedtal, mio. kr.	2005	2006	Stigning
Investeringsresultat	181,0	222,4	41,4
Andre finansielle poster, netto	0,6	0,1	-0,5
Ordinære driftsomkostninger	-7,9	-7,6	-0,3
Bonus	-5,4	-9,9	4,5
Resultat før skat	168,3	205,0	36,7
Skat	-44,0	-12,5	31,5
Resultat efter skat	124,3	192,5	68,2

Selskabets ordinære driftsomkostninger blev på 7,6 mio. kr. mod 7,9 mio. kr. i 2005. Etableringen af Investeringsforeningen SmallCap Danmark, med hvilken selskabet har kontor- og personalefællesskab, medvirker til at reducere de ordinære driftsomkostninger fra maj 2006. I 2007, når omkostningsdelingen får effekt for et fuldt kalenderår, forventes en yderligere reduktion i selskabets ordinære driftsomkostninger.

De ledende medarbejdere i SmallCap Danmark A/S har en resultatafhængig aflønningsordning, der udløser bonus, når der skabes et afkast, som overstiger markedsafkastet (læs nærmere om selskabets incitamentsprogrammer på side 27). For 2006 er der afsat bonus på 9,9 mio. kr. mod 5,4 mio. kr. i 2005. Bonuspuljen udgør 20% af merindtjeningen efter omkostninger og før skat sammenlignet med markedsafkastet, udtrykt ved udviklingen i KFMX.



### **Omkostningsprocent**

*I sidste ende er det afkastet efter alle omkostninger, der tæller. Vi mener dog, at det samtidigt er vigtigt, at administrationsomkostningerne er lave.*

*Efter at have været igennem en opstartsphase har SmallCap Danmark A/S i dag en særdeles konkurrencedygtig omkostningsprocent. I 2006 var den ordinære omkostningsprocent 1,67% (beregnet efter finansstilsynets retningslinjer og dermed på samme måde som i en investeringsforening). I 2007 forventes den at blive under 1,5%.*

*Nedenstående tabel viser omkostningsprocenterne (for 2005) for de tre konkurrerende investeringsforeninger, der har fokus på danske small cap aktier.*

Administrationsomkostninger i %	
BankInvest Danske Small Cap Aktier	2,28%
Dexia Invest Danske Small Cap Aktier	2,02%
Danske Invest Select Danske Small Cap Aktier	1,26%

Kilde: InvesteringsForeningsRådets omkostningsstatistik 2005.

*Omkostningsniveauet og omkostningsstrukturen i SmallCap Danmark A/S adskiller sig på to væsentlige områder fra konkurrerende investeringsforeninger:*

- I modsætning til de fleste investeringsforeninger betaler SmallCap Danmark A/S ikke salgs- og beholdningsprovisioner. Ifølge selskabets oplysninger betaler konkurrerende, aktiebaserede investeringsforeninger op til 1% p.a. alene i beholdningsprovision, dvs. et gebyr til de banker, hvor medlemmerne opbevarer deres beviser. I sidste ende er det medlemmerne, der betaler denne omkostning.*
- I modsætning til de fleste investeringsforeninger, der har administrationsaftaler med de pengeinstitutter, der står bag, afholdes selskabets driftsomkostninger direkte. Dette betyder, at skalafordele tilfalder investorerne og ikke de administrationsselskaber og pengeinstitutter, der står bag investeringsforeningerne.*



### Resultatdisponering og udlodning

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der for regnskabsåret 2006 udloddes et udbytte på 4,0 kr. pr. aktie mod 3,0 kr. pr. aktie for 2005. Udlodningen svarer – i overensstemmelse med selskabets udbyttepolitik – til et direkte afkast på niveau med renten på langfristede statsobligationer. Opgjort i forhold til børskursen ultimo 2006 modsvarer årets udbytte et direkte afkast på 4,1%.

Det samlede udbytte udgør 22,3 mio. kr. svarende til 10,9% af årets resultat. Bestyrelsen foreslår, at den resterende del af årets resultat, 170,2 mio. kr., overføres til næste år.

### Balancen

Balancesummen udgjorde pr. den 31. december 2006 602,0 mio. kr. mod 437,8 mio. kr. i 2005. Stigningen skyldes den positive udvikling i selskabets investeringer.

Aktivmassen består primært af børsnoterede værdipapirer, 530,0 mio. kr. (429,5 mio. kr.), og likvider, 70,8 mio. kr. (4,3 mio. kr.). Værdipapirbeholdningen udgjorde ultimo 2006 95,9% af selskabets egenkapital mod 115,2% ultimo 2005.

Egenkapitalen var pr. den 31. december 2006 552,6 mio. kr. Ultimo 2005 udgjorde egenkapitalen 372,8 mio. kr. Stigningen på netto 179,8 mio. kr. er sammensat af årets resultat på 192,5 mio. kr., nettosalg af egne aktier for 4,5 mio. kr. fratrukket udbetalt udbytte på 17,4 mio. kr.

Egenkapitalen svarer til en indre værdi på 99,2 kr. pr. aktie før hensyntagen til udstedte warrants.

### Balance i hovedtal

Mio. kr.	2005	2006	Stigning
Værdipapirer	429,5	530,0	100,6
Likvider	4,3	70,8	66,5
Andre aktiver	3,9	1,1	-2,8
Aktiver i alt	437,8	602,0	164,2
Egenkapital	372,8	552,6	179,8
Udskudt skat	42,3	31,2	-11,1
Andre passiver	22,7	18,2	-4,5
Passiver i alt	437,8	602,0	164,2

Bestyrelsen besluttede i august at tildele warrants til tre ledende medarbejdere i selskabet. De tildelte warrants omfatter tegningsrettigheder til i alt 236.000 stk. aktier a nominelt 20 kr., svarende til 4% af aktiekapitalen. Tegningsrettighederne kan udnyttes med en tredjedel i hvert af årene 2007, 2008 og 2009. Udnyttelsesvilkår m.m. for warrantprogrammet er nærmere beskrevet i note 2. Når der tages hensyn til udstedte warrants (ved fuld udvanding) udgør indre værdi pr. den 31. december 2006 98,6 kr. pr. aktie.

Udskudt skat udgjorde den 31. december 2006 31,2 mio. kr. mod 42,3 mio. kr. ultimo 2005.

Andre passiver, der primært består af betalbar skat og diverse andre skyldige omkostninger, udgjorde ultimo 2006 18,2 mio. kr. mod 22,7 mio. kr. ultimo året før.



### Porteføljens aldersfordeling og udskudt skat

De senere års markante kursstigninger i aktiemarkedet og ikke mindst på flere af aktierne i selskabets portefølje betyder, at porteføljen i dag indeholder betydelige urealiserede avancer. SmallCap Danmark A/S er som udgangspunkt en langsigtet investor, og for kerneinvesteringerne betyder dette, at de som udgangspunkt er i porteføljen over en treårig tidshorison.

Ifølge skattereglerne for selskaber er realiserede avancer på aktier, der har været ejet i mere end tre år, skattefrie.

Bestyrelsen besluttede i november 2006 at ændre selskabets metode til opgørelse af udskudt skat (dvs. hensat skat af urealiserede kursgevinster). Den nye metode bygger på en fast systematik, hvor den anvendte skattesats gradvist reduceres i takt med, at en aktie nærmer sig treårsdagen. Udgangspunktet for metoden er således en gradvist aftagende sandsynlighed for skattepligtig realisation jo tættere en aktie er på treårsdagen.

Efter den hidtidige metode afsatte selskabet fuld skat (28%) af alle urealiserede kursgevinster på aktier, der har været i selskabets ejerskab i mindre end tre år, og tilbageførte hensættelsen på det tidspunkt, hvor aktien passerede treårsdagen.

Det er bestyrelsens opfattelse, at den nye metode fører til en mere retvisende opgørelse af selskabets fremtidige skatteforpligtelse, periodiseringen heraf og fordeling mellem nuværende og fremtidige investorer. Bestyrelsen vil løbende vurdere den nye metode og de anvendte satser.

Efter den nye metode er udskudt skat pr. den 31. december 2006 opgjort til 31,2 mio. kr., svarende til 5,6 kr. pr. aktie. Den udskudte skat svarer til 13,0% af urealiserede avancer (på aktier, der har været mindre end tre år i porteføljen). Opgjort efter den hidtidige metode ville den udskudte skat pr. den 31. december 2006 have udgjort 66,1 mio. kr. (11,8 kr. pr. aktie), altså 35,1 mio. kr. (6,3 kr. pr. aktie) mere end efter den nye metode.

Den 31. december 2005 udgjorde den udskudte skat 42,3 mio. kr. (7,8 kr. pr. aktie).

Mio. kr.	31. december 2005		31. december 2006	
Alder	Portefølje	Urealiserede kursgevinster	Portefølje	Urealiserede kursgevinster
0-1 år	254,7	51,9	222,7	46,3
1-2 år	143,8	87,3	136,2	82,1
2-3 år	42,1	29,3	159,1	112,0
> 3 år	0,1	0,0	12,1	9,5
I alt	440,6	168,6	529,8	249,9

### Nye regler for selskabsbeskatning

Regeringen har primo februar 2007 fremsat forslag om ændring af reglerne for selskabsbeskatning. Forslaget vil, såfremt det vedtages i sin nuværende form, få konsekvenser for selskabet på to måder:

- Selskabsskattesatsen foreslås reduceret fra 28% til 22%. En sænkning af selskabsskattesatsen vil have betydning for den betalbare skat fra 2007 og føre til en regulering af selskabets udskudte skatteforpligtelser. Såfremt den udskudte skat pr. den 31. december 2006 var baseret på en selskabsskattesats på 22%, ville den udskudte skat have været 6,9 mio. kr. lavere og den indre værdi 1,2 kr. pr. aktie højere.
- Beskatningen af modtagne udbytter skærpes. Efter de gældende regler medregnes modtagne udbytter kun med 66% ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, dvs. modtagne udbytter beskattes effektivt med 18,48%. Med de foreslåede ændringer vil udbytter skulle medregnes fuldt ud i den skattepligtige indkomst, hvilket betyder, at beskatningen stiger fra 18,48% til 22%.

Lovforslaget ændrer ikke ved, at kursgevinster på aktier, der har været ejet i mere end tre år, er skattefrie.

Ændres lovgivningen vil selskabet informere nærmere om konsekvenserne ved en særskilt børsmeddelelse og indarbejde de nye regler i den daglige opgørelse af indre værdi med virkning fra ikrafttrædelsestidspunktet.

# Aktien og investorene

## Aktiekapital

SmallCap Danmark A/S' aktiekapital udgør 118,0 mio. kr. Aktiekapitalen er opdelt i 5,9 mio. stk. aktier a nominelt 20 kr. Aktiekapitalen er ikke opdelt i aktieklasser.

Selskabets bestyrelse har i 2006 besluttet at tildele warrants til tre ledende medarbejdere. De tildelte warrants omfatter tegningsrettigheder til i alt 236.000 stk. aktier a nominelt 20 kr., svarende til 4% af aktiekapitalen. Tegningsrettighederne kan udnyttes med en tredjedel i hvert af årene 2007, 2008 og 2009. Hovedvilkårene i warrantprogrammet er nærmere beskrevet i note 2 til regnskabet, side 39-40.

## Egne aktier

Selskabets beholdning af egne aktier udgjorde den 31. december 2006 327.861 stk., svarende til 5,6% af aktiekapitalen. Den 31. december 2005 udgjorde beholdningen af egne aktier 423.279 stk. (7,2% af aktiekapitalen), og beholdningen er således i 2006 reduceret med netto 95.418 stk., svarende til 1,6%-point.

Selskabet har bemyndigelse til køb af indtil 10% egne aktier. Bemyndigelsen er gældende frem til den 6. oktober 2007. Selskabets bestyrelse vil på den ordinære generalforsamling den 23. april 2007 søge bemyndigelsen fornyet.

I henhold til selskabets interne regler for handel med egne aktier kan selskabet ikke disponere i egne aktier i et tidsrum på tre uger op til offentliggørelse af delårs- og årsrapporter eller andre væsentlige meddelelser.

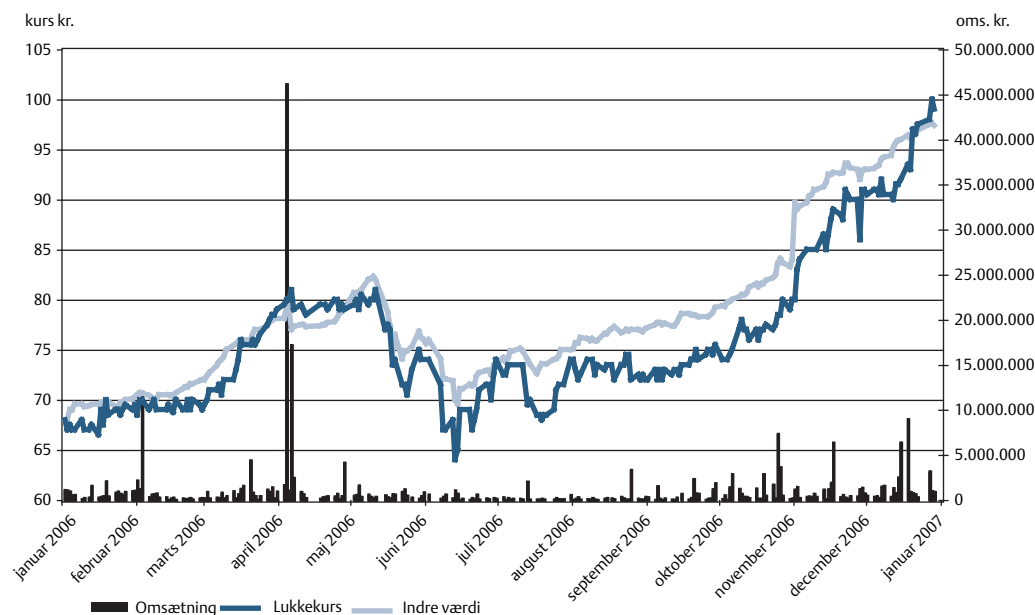
Egne aktier nedskrives til nul over egenkapitalen.

## Udvikling i aktien

SmallCap Danmark A/S' aktier er optaget til notering på Københavns Fondsbørs (ISIN: DK0010305077). Selskabets aktier har siden den 1. januar 2004 indgået i SmallCap+segmentet. SmallCap+segmentet er et undersegment af small cap segmentet for aktier udstedt af selskaber, der efterlever en række krav, der er noget højere end minimumskravene for noterede selskaber.

Børskursen på selskabets aktier var ultimo 2005 67,2 kr. pr. aktie (indre værdi var på dette tidspunkt 68,0 kr. pr. aktie). Børskursen steg i 2006 med 47,3% til 99,0 kr. pr. aktie (indre værdi var ultimo 2006 98,6 kr. pr. aktie). Ud over kursstigningen modtog aktionærerne den 7. april 2006 3,0 kr. pr. aktie i udbytte. Udbyttet svarer til et direkte afkast på 4,5% (opgjort i forhold til børskursen ultimo 2005). Samlet fik aktionærerne et afkast på 51,8%.

## Børskurs og indre værdi, 2006



Handlen i selskabets aktier steg i 2006 med 27,1% til 255,1 mio. kr. (totalomsætning). Årets omsætning svarer til 55,1% af selskabets gennemsnitlige markedsværdi. Der var i 2006 fire børsdage uden handel i selskabets aktier.

	2005	2006
Totalomsætning, mio. kr.	200,7	255,1
Gns. omsætning pr. dag, kr.	793.417	1.028.791
Antal børsdage uden handel	3	4

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 2006 handlet med en gennemsnitlig afvigelse i forhold til indre værdi på 3,6%, hvilket er en mindre stigning i forhold til 2005, hvor aktien handlede med en gennemsnitlig afvigelse på 2,8%.

I 2006 var der i markedet et gennemsnitligt spread (forskelle mellem bud- og udbudskursen) på 1,6%, hvilket er på niveau med det gennemsnitlige spread i 2005 på 1,4%. Spreadet er væsentligt lavere end kravet for deltagelse i SmallCap+ på 4%.

Handlen i selskabets aktier understøttes af en market-makerordning, hvor det under normale omstændigheder er muligt at købe og sælge for mere end 1.000 stk. aktier ad gangen til priser tæt på den indre værdi.

	2005	2006
Gns. afvigelse ifht. IV	2,8%	3,6%
Gns. spread	1,4%	1,6%

### Udlodning

Selskabet har til hensigt 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 langfristede danske statsobligationer var ved udgangen af 2006 3,9%. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 4,0 kr. pr. aktie for 2006. Udbyttet er 1,0 kr. pr. aktie højere end udbyttet for 2005 og svarer til et direkte afkast på 4,1%.

### Beskatning

Regeringen har primo 2007 fremsat en række lovforslag til ændringer af selskabsbeskatningen samt ændring af reglerne for aktieavancebeskatning ved investering af frie midler. De neden for beskrevne regler er de regler, der er gældende ved redaktionens afslutning primo marts.

Såfremt der er tale om aktier erhvervet for frie midler, beskattes realiserede kursgevinster og udbytter som aktieindkomst. Aktieindkomst på indtil 45.500 kr. beskattes i 2007 med 28%, mens aktieindkomst herudover beskattes med 43%.

Er der tale om aktier erhvervet for pensionsmidler beskattes kursgevinster og udbytter med 15% p.a.

Realiserede kursgevinster på aktier ejet af selskaber og erhvervsdrivende fonde beskattes med 28%, når de afhændes inden for tre år efter erhvervelsestidspunktet. Kursgevinster på aktier, der afhændes mere end tre år efter erhvervelsestidspunktet, er skattefrie. For så vidt angår udbytter medregnes 66% af beløbet i den skattepligtige indkomst, svarende til en effektiv beskatning på 18,48%.

Ovenstående beskrivelse er ikke 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 kontakte deres revisor eller søge anden professionel rådgivning.

### Aktiebog

Selskabets aktiebog føres af:  
Aktiebog Danmark A/S  
Kongevejen 145  
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:  
Jens Erik Høst  
Finn Harald Simonsen  
Erik K. Skjøtt

### Insiderregler

I henhold til selskabets interne regler må medlemmer  
af selskabets bestyrelse, direktion og andre medar-  
bejdere under normale omstændigheder disponere i  
selskabets aktier i et tidsrum på seks uger efter offent-  
liggørelse af delårs- og årsrapporter eller andre væ-  
sentlige meddelelser.

### Generalforsamling

Selskabets ordinære generalforsamling afholdes den  
23. april 2007 kl. 16.00 i:

Forsikringens Hus  
Amaliegade 10  
1256 København K

## Børsmeddelelser, 2006

1.	17. januar	Foreløbigt årsresultat for 2005
2.	30. januar	Finanskalender for 2006
3.	22. februar	Ændret finanskalender for 2006
4.	22. marts	Indkaldelse til ordinær generalforsamling
5.	24. marts	Lov om værdipapirhandel § 29, køb af aktier i Rias A/S
6.	27. marts	Årsrapport 2005
7.	4. april	Insideres handler
8.	4. april	Salg af egne aktier
9.	6. april	Kvartalsrapport 1. kvartal 2006
10.	6. april	Forløb ordinær generalforsamling
11.	12. april	Indkaldelse ekstraordinær generalforsamling
12.	28. april	Forløb ekstraordinær generalforsamling
13.	28. april	Insideres handler
14.	28. april	Salg af egne aktier
15.	24. maj	Køb af egne aktier
16.	11. juli	Delårsrapport 1. halvår 2006
17.	28. august	Etablering af warrantprogram
18.	10. oktober	Delårsrapport 1.-3. kvartal 2006
19.	2. november	Ny metode til opgørelse af udskudt skat
20.	15. november	Insideres handler
21.	7. december	Opjustering af forventningerne til 2006
22.	18. december	Køb af egne aktier

Foruden de listede meddelelser har SmallCap  
Danmark A/S på daglig basis offentliggjort  
den indre værdi af selskabets aktier.

Alle børsmeddelelser findes på selskabets hjem-  
meside [www.smallcap.dk/jas](http://www.smallcap.dk/jas)

---

### Finanskalender 2007

20. marts	Årsrapport 2006
23. april	Delårsrapport 1. kvartal 2007 samt ordinær generalforsamling
17. juli	Delårsrapport 1. halvår 2007
23. oktober	Delårsrapport 1.- 3. kvartal 2007

# IR-Politik og Corporate Governance m.m.



## 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 og potentielle investorer m.m. har lige adgang til fyldestgørende og pålidelig information om alle væsentlige og kurspåvirkende forhold – samt at medvirke til – at prisen på selskabets aktier så vidt muligt afspejler værdien af selskabet.

## IR-tiltag

SmallCap Danmark A/S ønsker åbenhed og vil derfor løbende arbejde for, at informationsniveauet og kommunikationen med investorerne udbygges. Alle væsentlige oplysninger om selskabet offentliggøres på en pålidelig og fyldestgørende måde.

Alle væsentlige og kurspåvirkende forhold offentliggøres uden forsinkelse via Københavns Fondsbørs. Selskabet følger som udgangspunkt alle Fondsbørsens anbefalinger.

Selskabet opfylder forudsætningerne for deltagelse i SmallCap+segmentet, hvilket blandt andet indebærer, at selskabet offentliggør kvartalsrapporter og afholder webcasts.

Den indre værdi af selskabets aktier offentliggøres dagligt med henblik på at understøtte en effektiv prisdannelse på selskabets aktier.

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

tier ad gangen til priser tæt på selskabets indre værdi. Nye aktionærer vil, inden for 14 dage efter de er registreret i selskabets aktiebog, modtage en "velkomstpakke" indeholdende årsrapport, den seneste delårsrapport og forespørgsel om, hvordan den enkelte aktionær fremover ønsker at blive orienteret om udviklingen i selskabet.

## Selskabets hjemmeside

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

- Uddybende information om selskabets koncept og strategi.
- Den seneste offentliggjorte information om selskabets portefølje.
- Alle årsrapporter og delårsrapporter.
- Alle offentliggjorte børsmeddelelser.
- Alle afholdte webcasts.
- Finanskalender med oplysning om tidspunkter for offentliggørelse af kommende delårsrapporter.
- Den daglige indre værdi samt kursudviklingen på selskabets aktie.
- Oplysninger om selskabets bestyrelse, direktion og andre medarbejdere.
- Hvordan man kommer i kontakt med selskabets ledelse og andre medarbejdere.
- Bestille investormateriale og oplyse hvordan man ønsker at blive holdt løbende orienteret om udviklingen i selskabet.

## IR-kontakt

IR-relaterede spørgsmål besvares af Jens Erik Høst på telefon 33 30 66 00.



### Corporate Governance

SmallCap Danmark A/S fokuserer i sin selskabsledelse på at sikre en god og langsigtet forvaltning af aktionærernes midler. En grundlæggende forudsætning for dette er at udøve god Corporate Governance, hvorfor selskabet i relevant omfang følger Københavns Fondsbørs løbende anbefalinger for god selskabsledelse.

SmallCap Danmark A/S' bestyrelse består af seks personer. De generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer afgår hvert år, men kan genvælges.

Bestyrelsen har ansvaret for den overordnede ledelse af selskabet og ansætter en direktion til at lede selskabets daglige drift. Bestyrelsen tager løbende stilling til, at forretningsorden og retningslinjer er relevante og opdaterede.

Der er blandt andet udfærdiget retningslinjer for:

- Handel med værdipapirer, inklusive ledelsens handel med selskabets aktier.
- Regler til sikring af oplysningsforpligtelsernes overholdelse.
- Regler for handel med selskabets egne aktier.
- Regler til modvirkning af insiderhandel og sikring af, at interne oplysninger ikke videregives.

### Incitamentsprogrammer

Selskabet har indgået aftale om incitamentsbaseret aflønning med dets ledende medarbejdere, der belønner værdiskabelse for selskabets aktionærer.

Aftalen indebærer, at der i tillæg til medarbejderens faste løn udbetales en bonus. Hovedprincipperne i aftalen er:

- Udbetaling af bonus forudsætter, at der i året er opnået en forrentning af egenkapitalen på mindst 10% før skat.
- Bonuspuljen opgøres som 20% af det afkast, hvormed forrentningen af egenkapitalen overstiger stigningen i KFMX-indekset, der er selskabets benchmark.
- Forrentningen af egenkapitalen opgøres i forhold til selskabets primo egenkapital (med tillæg af provenu fra eventuelle kapitaludvidelser).
- Forrentningen af egenkapitalen opgøres efter fradrag af ordinære driftsomkostninger, men før fradrag af eventuelle ekstraordinære omkostninger, bonus og skat.

Der fastsættes årligt et loft for hvor meget bonus, der kan udbetales. Bonus for 2007 er begrænset således, at selskabets samlede omkostninger, inklusive bonus, ikke kan overstige 3% af den gennemsnitlige egenkapital over året.

Endvidere har selskabet i 2006 etableret et warrantprogram for tre ledende medarbejdere. De tildelte warrants omfatter tegningsrettigheder til i alt 236.000 stk. aktier a nominelt 20 kr., svarende til 4% af aktiekapitalen. Udnyttelseskursen er fastsat til kursen på tildelingstidspunktet (kurs 72,375) med tillæg af 7,5% p.a. Tegningsrettighederne kan udnyttes med en tredjedel i hvert af årene 2007, 2008 og 2009. Hovedvilkårene i warrantprogrammet er nærmere beskrevet i note 2 til regnskabet, side 39-40.

# Bestyrelse og direktion



## Jan O. Frøshaug, formand

Direktør

Medlem af bestyrelsen siden den 14. marts 2002.

### *Medlem af bestyrelsen i:*

Absolute Return Partnership LLP, Advisory Board, formand

Dicentia A/S, formand

Huset Mandag Morgen A/S, formand

Investeringsforeningen SmallCap Danmark, formand

Trafalgar House Trustee Ltd, formand

Vega Invest e.u.r.l., formand

Remmen Hotels Holding A/S  
Ringier AG

VeronisSuhlerStevenson Inc, advisory board

## Hans Henrik Fischer

Vicedirektør, Danfoss A/S

Medlem af bestyrelsen siden den 26. marts 2001.

### *Medlem af bestyrelsen i:*

Biterm, d.o.o.

Hardi International A/S

Investeringsforeningen SmallCap Danmark

Reglab

## Laurids A. Jessen

Direktør

Medlem af bestyrelsen siden den 14. marts 2002.

### *Medlem af bestyrelsen i:*

Blücher Holding A/S, formand

Skako Industries A/S, formand

H+H International A/S

Investeringsforeningen SmallCap Danmark

Danebrog ApS, direktør

## Per Søndergaard Pedersen

Direktør

Medlem af bestyrelsen siden den 14. marts 2002.

### *Medlem af bestyrelsen i:*

Aalborg Boldspilklub A/S, formand

Bjørk & Maigaard ApS, formand

Business Institute Aalborg A/S, formand

Celenia Software A/S, formand

J. A. Plastindustri A/S, formand

Lindgaard A/S, formand

NOWACO Group A/S, formand

PL Holding Aalborg A/S, formand

TBP Invest, Aalborg A/S, formand

VICH 4305 ApS, formand

EIPE Holding A/S

Hedegaard A/S

**Niels Roth****Erik K. Skjøtt****Direktion  
Jens Erik Høst**

Investeringsforeningen  
SmallCap Danmark

Direktør

Direktør

Adm. direktør siden  
den 1. april 2000.

JMI A/S

Medlem af bestyrelsen siden  
den 23. marts 2004.

Medlem af bestyrelsen  
siden den 6. januar 2000.

*Medlem af bestyrelsen i:*

Kollegiefonden Bikuben

*Medlem af bestyrelsen i:*

*Medlem af bestyrelsen i:*

Copenhagen Investor A/S

Marius A/S

Friheden Invest A/S, formand

Aktieselskabet af 1/2  
1972, formand

Investeringselskabet Tue  
af 1. april 2000 A/S

Musikkens Hus

Foreningen Fast Ejendom

Demenskontakten A/S,  
formand

A/S PSE 38 nr. 1836

OKF Holding A/S

NPC A/S, formand

Investeringsselskabet TUE  
af 1. april 2000 A/S,  
formand

A/S PSE nr. 5069

Scanmach A/S

TKD Nordeuropa A/S,  
næstformand

Skjøtt & Co. A/S, formand

Schaumann  
Boligudvikling K/S

Skandia Kalk International  
Trading A/S

H+H International A/S

Biludan Gruppen A/S

Schaumann Properties A/S

Spar Nord Bank A/S

Investeringsforeningen  
SmallCap Danmark

Harald Simonsen  
Ejendoms kontor ApS

TK Development A/S

Investeringsforeningen  
SmallCap Danmark

Toppenberg Maskinfabrik A/S

Schaumann  
Boligudvikling K/S

9000 Lux A/S

Schaumann  
Østerfælled A/S

A.S.P. Ejendom ApS, direktør

PSP Holding ApS, direktør





# Ledelsens påtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsregnskabet for 2006 for Small Cap Danmark A/S omfattende ledelsespåtegning, ledelsesberetning, anvendt regnskabspraksis, resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse, pengestrømsopgørelse og noter.

Årsregnskabet er aflagt i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav til årsregnskaber for børsnoterede selskaber.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsregnskabet giver et retvisende billede af koncernens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2006 samt af resultatet af koncernens aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2006.

Årsregnskabet indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 20. marts 2007

## Direktion

Jens Erik Høst

## Bestyrelse

Jan O. Frøshaug, formand for bestyrelsen

Erik K. Skjøtt

Per Søndergaard Pedersen

Laurids A. Jessen

Hans Henrik Fischer

Niels Roth



# Den uafhængige revisors påtegning

## Til aktionærerne i SmallCap Danmark A/S

Vi har revideret årsregnskabet for SmallCap Danmark A/S for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2006 omfattende ledelsespåtegning, ledelsesberetning, anvendt regnskabspraksis, resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse, pengestrømsopgørelse og noter. Årsregnskabet aflægges efter International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav til årsregnskaber for børsnoterede selskaber.

## Ledelsens ansvar for årsregnskab

Ledelsen har ansvaret for at udarbejde og aflægge et årsregnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav til årsregnskaber for børsnoterede selskaber. Dette ansvar omfatter udformning, implementering og opretholdelse af interne kontroller, der er relevante for at udarbejde og aflægge et årsregnskab, der giver et retvisende billede uden væsentlig fejlinformation, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl samt valg og anvendelse af en hensigtsmæssig regnskabspraksis og udøvelse af regnskabsmæssige skøn, som er rimelige efter omstændighederne.

## Revisors ansvar og den udførte revision

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskabet på grundlag af vores revision. Vi har udført vores revision i overensstemmelse med danske revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi lever op til etiske krav samt planlægger og udfører revisionen med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for, at årsregnskabet ikke indeholder væsentlig fejlinformation.

København, den 20. marts 2007

S.A. Christensen & W. Kjærulff  
Statsautoriseret Revisionsaktieselskab



Torben Laurentz Wiberg  
Statsautoriseret revisor

En revision omfatter handlinger for at opnå revisionsbevis for de beløb og oplysninger, der er anført i årsregnskabet. De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor interne kontroller, der er relevante for selskabets udarbejdelse og aflægelse af et årsregnskab, der giver et retvisende billede, med henblik på at udforme revisionshandling, der er passende efter omstændighederne, men ikke med det formål at udtrykke en konklusion om effektiviteten af selskabets interne kontrol. En revision omfatter endvidere stillingtagen til, om den af ledelsen anvendte regnskabspraksis er passende, om de af ledelsen udøvede regnskabsmæssige skøn er rimelige samt en vurdering af den samlede præsentation af 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.

## Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af koncernens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2006 samt af resultatet af koncernens aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2006 i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav til årsregnskaber for børsnoterede selskaber.

**ROCKWOOL**  
FIRESAFE INSULATION

**AAK**  
AarhusKarlshamn

IC COMPANYS  
HOME OF FASHION BRANDS

**Ambu** 

BANG & OLUFSEN

**B&O**

 **LASTAS A/S**  
- Dit alternativ

 **SP Group**

**schouw+co**

 **SimCorp**

**ege**

**solar**

 **HARTMANN**

**EG**  
**EDB GRUPPEN**  
Adding value to business

**Søndagsavisen a-s**

  
**AURIGA INDUSTRIES A/S**

**Thrane & Thrane**

**Inter Mail**

**Bo**  
concept

**HHH**  
INTERNATIONAL



**SATAIR**  
For service that's down to earth

**Harboe**

## Resultatopgørelse for 1. januar - 31. december 2006

	Note	2006 t.kr.	2005 t.kr.
Kursreguleringer	1	202.928	161.018
Aktieudbytte		19.488	20.010
<b>Investeringsresultat</b>		<b>222.416</b>	<b>181.028</b>
Finansielle poster, netto		88	592
<b>Driftsomkostninger</b>	2	<b>17.491</b>	<b>13.299</b>
<b>Resultat før skat</b>		<b>205.013</b>	<b>168.321</b>
Skat af årets resultat	3	12.489	43.998
<b>Årets resultat</b>		<b>192.524</b>	<b>124.323</b>
Resultat pr. aktie i kr. (EPS)	16	34,0	22,0
Resultat pr. aktie i kr., fuldt udvandet (EPS FD)	16	33,5	22,0

## Balance pr. 31. december 2006

### Aktiver

	Note	2006	2005
		t.kr.	t.kr.
<b>Anlægsaktiver</b>			
Materielle anlægsaktiver	4	98	86
Deposita	5	105	100
Værdipapirer	6	529.963	429.453
<b>Anlægsaktiver i alt</b>		<b>530.166</b>	<b>429.639</b>
<b>Omsætningsaktiver</b>			
<b>Tilgodehavender</b>			
Tilgodehavende selskabsskat		0	3.853
Andre tilgodehavender		1.089	3
<b>Tilgodehavender i alt</b>		<b>1.089</b>	<b>3.856</b>
Likvide beholdninger		70.809	4.285
<b>Omsætningsaktiver i alt</b>		<b>71.898</b>	<b>8.141</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>602.064</b>	<b>437.780</b>

## Balance pr. 31. december 2006

### Passiver

	Note	2006	2005
		t.kr.	t.kr.
<b>Egenkapital</b>			
Aktiekapital	7	118.000	118.000
Reserve for dagsværdi på investeringsaktiver	8	208.762	109.093
Overført til næste år	9	203.599	129.130
Foreslået udbytte	10	22.289	16.630
<b>Egenkapital i alt</b>		<b>552.650</b>	<b>372.853</b>
<b>Langfristede gældsforpligtigelser</b>			
Udskudt skat	11	31.173	42.338
Andre langfristede forpligtigelser	2	3.426	0
<b>Langfristede gældsforpligtigelser i alt</b>		<b>34.599</b>	<b>42.338</b>
<b>Kortfristede gældsforpligtigelser</b>			
Gæld til kreditinstitutter		1.592	14.134
Skyldig selskabsskat		2.707	0
Anden gæld		10.516	8.455
<b>Kortfristede gældsforpligtigelser i alt</b>		<b>14.815</b>	<b>22.589</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>602.064</b>	<b>437.780</b>
<b>Sikkerhedsstillelser og eventualforpligtigelser, transaktioner med nærtstående og egne aktier</b>			
	12-14		
<b>Egenkapitalforklaring</b>			
Egenkapital primo		372.853	258.597
Udbytte		-17.427	-13.414
Provenu kapitaludvidelse		0	26.668
Årets resultat		192.524	124.323
Salg/køb af egne aktier		4.461	-23.321
Andre bevægelser		239	0
<b>Egenkapital ultimo</b>		<b>552.650</b>	<b>372.853</b>

## Pengestrømsopgørelse

	Note	2006	2005
		t.kr.	t.kr.
<b>Likviditetsforskydning fra driften</b>			
Koncernens ordinære driftsresultat		192.524	124.323
Reguleringer ikke likvide bevægelser	15	-141.122	-43.717
Betalt selskabsskat		-16.547	-25.245
Ændringer i driftskapital	15	-408	-219
<b>Pengestrømme fra drift</b>		<b>34.447</b>	<b>55.142</b>
<b>Likviditetsforskydning fra investeringsaktiviteter</b>			
Køb/salg af driftmidler m.v.		-53	430
Investering i børsnoterede værdipapirer		55.498	-96.132
<b>Likviditetsforskydning fra investeringsaktiviteter i alt</b>		<b>55.445</b>	<b>-95.702</b>
<b>Likviditetsforskydning fra finansieringsaktiviteter</b>			
Udbytte		-17.427	-13.414
Kapitaludvidelse		0	26.668
Afdrag/optagelse af bankgæld		-12.542	14.134
Køb/salg af egne aktier		6.601	-23.320
<b>Likviditetsforskydning fra finansieringsaktiviteter i alt</b>		<b>-23.368</b>	<b>4.068</b>
<b>Årets forskydning i likvide beholdninger</b>		<b>66.524</b>	<b>-36.492</b>
Nettobeløb likvide beholdninger og bankgæld 01.01.		4.285	40.777
Årets forskydning i likvide beholdninger		66.524	-36.492
<b>Nettobeløb likvide beholdninger og bankgæld 31.12.</b>		<b>70.809</b>	<b>4.285</b>

# Anvendt regnskabspraksis

## Generelt

Koncernregnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med internationale regnskabsstandarder (IFRS), som er godkendt af EU og IFRS bekendtgørelsen, samt de krav Københavns Fondsbørs i øvrigt stiller til regnskabsaflæggelse for børsnoterede selskaber.

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

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

## Ændring i regnskabsmæssige skøn

**Koncernregnskabet er påvirket af følgende ændringer i regnskabsmæssige skøn:** Selskabet har ændret den regnskabsmæssige metode til opgørelse af udskudt skat således, at den hensatte skat fremover vil afspejle porteføljens aldersfordeling.

Selskabet har hidtil hensat 28% af alle urealiserede avancer på aktier med under tre års ejerskab og tilbageført det hensatte beløb, når avancen passerer tre års fristen for skattefrihed. Den nye metode er baseret på en systematisk, faste metodik, der indebærer en gradvis reduktion af den anvendte skattesats i takt med at avancen nærmer sig tre års fristen. Den nye metode til beregning af udskudt skat er baseret på erfaringsgrundlaget for selskabets handelsmønster og den aldersmæssige forskydning i selskabets urealiserede aktiebeholdninger. Det er bestyrelsens opfattelse, at denne metode giver en mere retvisende opgørelse af selskabets forventede skatteforpligtelse. Bestyrelsen vil løbende vurdere metoden og de anvendte satser.

Ændringen i den regnskabsmæssige opgørelse bevirker, at årets resultat samt egenkapitalen er påvirket positivt med t.kr. 35.160. Årets pengestrømme er ikke påvirket af ændringen.

## Ændring af klassifikationer

Hensættelse til udskudt skat rubriceres ikke længere som hensat forpligtelse, men optages som langfristet gældsforpligtelse.

## Ny regnskabsregulering

Der er ikke ved udgangen af 2006 trådt standarder m.v. i kraft der væsentligt vil påvirke koncernens regnskabsaflæggelse. IFRS 7, der omfatter oplysninger om finansielle instrumenter træder i kraft 1. januar 2007 og vil af koncernen blive anvendt fra denne dato. Anvendelsen af IFRS 7 omfatter kun indholdet af noterne.

## 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 eliminerings 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.

## Den væsentligste anvendte regnskabspraksis er følgende:

Regnskabet er aflagt i 1.000 DKK.

## 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 årsregnskabet 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 forpligtigelser, 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 tilbageforsler som følge af ændrede regnskabsmæssige skøn af beløb, der tidligere har været indregnet i resultatopgørelsen.

## Indregning af indtægter

Som indtægt føres realiserede og urealiserede kursgevinster og tab på værdipapirer, samt modtagne udbytter føres under investeringsresultatet.

Renteindtægter m.v. føres under finansielle poster, netto.

## Indregning af udgifter

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

## Driftsomkostninger

**Personaleomkostninger:** Gager, bidrag til social sikring, feriepenge, bestyrelseshonorar, bonus til medarbejdere og aktiebaseret vederlæggelse, jfr. særskilt beskrivelse, føres i det regnskabsår hvor arbejdsydelsen er udført for koncernen. Herudover føres omkostninger så som kurser, annoncering og øvrige omkostninger afholdt i forbindelse med det ansatte personale.

**Pensioner:** Koncernen har en række aftaler, hvor koncernen betaler til bidragsbaserede pensionsordninger. Disse beløb omkostningsføres i resultatopgørelsen for de regnskabsår de vedrører.

**Aktiebaseret vederlæggelse:** Koncernen har en række aftaler omkring aktiebaseret vederlæggelse. Dagsværdien af de ydelser som de ansatte leverer som modydelse, periodiseres over op tjeningstiden. Det samlede beløb, der omkostningsføres over op tjeningstiden, fastsættes på baggrund af dagsværdien af de tildelte warrants. Dagsværdien fastsættes på tildelingstidspunktet. Koncernen revurderer ved hver balancedag sine skøn over antallet af warrants, der forventes at blive udnyttet. Eventuelle virkninger af revurderingen af de oprindelige estimater i resultatopgørelsen, indregnes med en tilsvarende regulering i egenkapitalen over den resterende bindingsperiode.

**Andre omkostninger:** Der føres her afskrivninger, husleje, edb-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 samskatning for SmallCap Danmark A/S koncernens tilknyttede virksomheder. Moderselskabet SmallCap Danmark A/S er administrationselskab for samskatningen og afregner som følge heraf alle betalinger af selskabskat overfor skattemyndighederne.

Den aktuelle selskabskat fordeles ved afregningen af samskatningsbidraget mellem de samskattede virksomheder i forhold til disses skattepligtige indkomster. I tilknytning hertil modtager virksomheder med skattepligtigt underskud samskatningsbidrag 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. Aktiver med en kostpris på indtil 11 t. kr. pr. enhed udgiftsføres i resultatopgørelsen i anskaffelsesåret.

### Finansielle aktiver

Koncernen klassificerer sine investeringer i følgende kategorier: "Finansielle aktiver med regulering til dagsværdi indregnet i resultatopgørelsen" (værdipapirer), "Tilgodehavender" samt "Finansielle aktiver disponible for salg". Klassifikationen afhænger af, til hvilket formål investeringen er foretaget. Ledelsen fastsætter klassifikationen af

investeringerne ved første indregning og revurderer denne ved hver balancedag.

### Værdipapirer

Værdipapirer, der er klassificeret som finansielt aktiv med regulering til dagsværdi gennem resultatopgørelsen, optages som hovedregel som anlægsaktiv. Værdipapirerne måles ved første indregning til kostpris inklusive transaktionsomkostninger. Efterfølgende reguleringer sker via resultatopgørelsen til dagsværdi på balancedagen. 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 pålideligt, anvendes anskaffelsessummen som dagsværdi.

### Tilgodehavender

Tilgodehavender måles til amortiseret kostpris. Der nedskrives til imødegåelse af forventede tab.

### 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 føres 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 28 %.

Udskudt skat afsættes efter den balanceorienterede gælds metode og omfatter midlertidige forskellige 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.

Udskudt skat opgøres efter gældende skatteregler og er blandt andet baseret på ledelsens forventning til andelen af værdipapirer der realiseres i kommende regnskabsperioder.

Koncernen er samskattet efter reglerne om tvungen samskatning, 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.

### Nøgletal

Nøgletal er beregnet i henhold til Den Danske Finansanalytikerforenings vejledning "Anbefalinger & Nøgletal 2005".

### 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 selskabskat.

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 under 3 måneder, og som uden hindring kan omsættes til likvide beholdninger, og hvorpå der kun er ubetydelig risiko for værdiændringer.



## Noter

	2006	2005
	t.kr.	t.kr.
<b>Note 1. Kursreguleringer</b>		
Realiserede aktiekursavancer	76.643	58.495
Realiserede aktiekurstab	-29.723	-15.261
<b>Realiserede aktiekursavancer/tab i alt</b>	<b>46.920</b>	<b>43.234</b>
Urealiserede aktiekursavancer	158.321	118.007
Urealiserede aktiekurstab	-2.313	-223
<b>Urealiserede aktiekursavancer/tab i alt</b>	<b>156.008</b>	<b>117.784</b>
<b>Kursreguleringer i alt</b>	<b>202.928</b>	<b>161.018</b>
<b>Note 2. Driftsomkostninger</b>		
<b>Posten kan i hovedposter specificeres således</b>		
Personaleomkostninger	13.932	9.988
Afskrivninger	37	43
Omkostninger forbundet med investeringer, børsnotering	1.146	945
Husleje, IT, kontorhold	530	857
Andre administrationsomkostninger	1.846	1.466
	<b>17.491</b>	<b>13.299</b>
<b>Personaleomkostningerne sammensættes således</b>		
Bestyrelse	1.050	700
Direktion	5.785	4.871
Øvrige medarbejdere	3.654	4.355
Ikke fordelt bonus	3.426	0
Sociale udgifter inkl. lønsum	17	78
Fri bil	0	-16
<b>Personaleomkostninger i alt</b>	<b>13.932</b>	<b>9.988</b>
Gennemsnitligt antal beskæftigede	3	5
<b>Aflønningen kan specificeres således</b>		
<b>Bestyrelse</b>		
Formanden	300	200
Andre medlemmer	750	500
	<b>1.050</b>	<b>700</b>

## Noter

	2006	2005
	t.kr.	t.kr.
<b>Note 2. Driftsomkostninger (fortsat)</b>		
<b>Direktion</b>		
Fast løn	1.181	1.301
Bonus	4.500	3.550
Aktiebaseret vederlæggelse (amortiseret beløb warrants og ligningslovens § 7A og § 7H)	104	20
	<b>5.785</b>	<b>4.871</b>
<b>Bonus</b>		
Selskabet har med dets direktør samt ledende medarbejdere indgået bonusaftaler. Samlet bonus i 2006 udgør 9,9 mio. kr. Udbetalingen af 3,4 mio. kr af denne bonus er afhængig af den fremtidige afkast-udvikling. Beløbet kan udbetales i 2008 såfremt selskabet i 2007 har opnået et positivt merafkast i forhold til markedet (KFMX). Den tilbagediskonterede værdi af forpligtelsen er optaget som langsigtet forpligtelse.		
I bonusaftalen med de ledende medarbejdere udbetales der efter en konkret vurdering. Den fremkomne bonus kan enten udbetales kontant og/eller honoreres i form af aktier i henhold til et aktielønsprogram i henhold til ligningslovens § 28 eller § 7H.		
<b>Der er indeholdt bonus i de ovennævnte lønninger med følgende beløb</b>		
Direktion	4.500	3.550
Øvrige medarbejdere	1.984	1.877
Ikke fordelt bonus	3.426	0
	<b>9.910</b>	<b>5.427</b>
Udbetalt i form af aktieløn (markedsværdi af aktier)	668	457
Herudover har selskabet til alle faste ansatte givet medarbejder aktier efter reglerne i ligningslovens § 7A stk 2. Markedsværdi af disse aktier udgjorde	125	140

### Warrantprogram

Koncernen har i 2006 påbegyndt et warrantprogram for tre ledende medarbejdere, der omfatter tegningsrettigheder til i alt 236.000 stk. aktier, svarende til 4% af selskabets aktiekapital.

## Noter

---

---

### Note 2. Driftsomkostninger (fortsat)

Udnyttelseskursen baseres på børskursen på tildelingstidspunktet (d. 28. august 2006, gennemsnit alle handler, kurs 72,375) med et tillæg på 7,5% p.a. Udnyttelsen kan finde sted med 1/3 i fire uger efter offentliggørelse af årsrapport eller kvartalsmeddelelser i hvert af årene 2007, 2008 og 2009.

#### I denne forbindelse skal følgende oplyses

#### Opgørelsen omfatter både warrants og § 7H aktier

	antal aktier	udnyttelses kurs, kr.
I omløb ved regnskabsårets begyndelse	0	0
Tildelt i løbet af regnskabsåret	246.766	72,38
Fortabt i regnskabsårets løb	0	0
Udnyttet i løbet af regnskabsåret	10.766	79,50
Udløbet i løbet af regnskabsåret	0	0
I omløb ved regnskabsårets slutning	236.000	74,23
Med mulighed for udnyttelse ved regnskabsårets slutning	0	0

#### Warrants i omløb ved regnskabsårets udløb kan specificeres således

#### Gns. løbetid

1/2 år	Forventet kontant indbetaling ved tegning 6,0 mio. kr.	78.667	75,44 - 79,16
1 1/2 år	Forventet kontant indbetaling ved tegning 6,5 mio. kr.	78.667	81,02 - 84,74
2 1/2 år	Forventet kontant indbetaling ved tegning 6,9 mio. kr.	78.666	86,59 - 90,31
		<b>236.000</b>	

I forbindelse med warrantprogrammet har selskabet i overensstemmelse med IFRS 2 målt dagsværdien af tjenesteydelser, som er modtaget som betaling for egenkapitalinstrumenter således:

Dagsværdien af de tildelte warrants er opgjort til t.kr. 911.

Dette beløb er fordelt over aftalernes løbetid, hvorved t.kr. 157 er belastet resultatopgørelsen i 2006.

Der har ikke tidligere været programmer af denne art, hvorfor det tilsvarende tal for 2005 er t.kr. 0.

Dagsværdien af de tildelte warrants er beregnet ved hjælp af Black-Scholes formelen, ved anvendelse af følgende forudsætninger:

Gennemsnitlig løbetid (år)	1 1/2
Forventet volatilitet (historisk opgjort for 2006)	15%
Forventet udbytte (kr. pr. aktie)	3
Risikofrie rente	3 1/2%

## Noter

	2006	2005
	t.kr.	t.kr.
<b>Note 2. Driftsomkostninger (fortsat)</b>		
<b>Andre oplysninger</b>		
Posten andre administrationsomkostninger indeholder følgende udgifter til revisor:		
Honorar til S.A. Christensen & W. Kjærulff Statsautoriseret Revisionsaktieselskab		
Revision	267	337
Andre opgaver	320	125
	<b>587</b>	<b>462</b>
<b>Note 3. Skat af årets resultat</b>		
Aktuel skat	23.549	21.540
Udskudt skat	23.995	23.465
Effekt af nedsættelse af skatteprocent fra 30% til 28%	-	-1.345
Effekt af ændring af regnskabsmæssigt skøn	-35.160	-
Skat tidligere år	105	338
<b>Skat af årets resultat i alt</b>	<b>12.489</b>	<b>43.998</b>
<b>Skat af årets resultat kan forklares således</b>		
Skatteprocent	28,0%	28,0%
Effekt af ikke skattepligtige indtægter	-4,8%	-1,4%
Effekt af ændring af regnskabsmæssigt skøn	-17,1%	-
Effekt af nedsættelse af skatteprocent fra 30% til 28%	-	-0,8%
Andre reguleringer	0,0%	0,3%
<b>Effektiv skatteprocent</b>	<b>6,1%</b>	<b>26,1%</b>
<b>Note 4. Driftsmateriel og inventar</b>		
Kostpris pr. 01.01.	133	623
Årets tilgang	49	0
Årets afgang	0	-490
<b>Kostpris pr. 31.12.</b>	<b>182</b>	<b>133</b>

## Noter

	2006	2005
	t.kr.	t.kr.
<b>Note 4. Driftsmateriel og inventar (fortsat)</b>		
Af- og nedskrivning pr. 01.01.	47	93
Afskrivning vedr. afgang i året	0	-90
Årets af- og nedskrivning	37	44
<b>Af- og nedskrivning pr. 31.12.</b>	<b>84</b>	<b>47</b>
<b>Bogført værdi pr. 31.12.</b>	<b>98</b>	<b>86</b>
<b>Note 5. Deposita</b>		
Kostpris pr. 01.01.	100	33
Årets tilgang	5	67
Årets afgang	0	0
<b>Kostpris pr. 31.12.</b>	<b>105</b>	<b>100</b>
<b>Note 6. Værdipapirer</b>		
Kostpris pr. 01.01.	278.158	172.186
Årets tilgang	1.154.006	1.125.339
Årets afgang	1.152.100	1.019.367
<b>Kostpris pr. 31.12.</b>	<b>280.064</b>	<b>278.158</b>
Opskrivninger pr. 01.01.	151.370	77.070
Årets opskrivninger	99.038	74.300
<b>Opskrivninger pr. 31.12.</b>	<b>250.408</b>	<b>151.370</b>
Nedskrivninger pr. 01.01.	-75	0
Årets nedskrivninger, regulering	-434	-75
<b>Nedskrivninger pr. 31.12.</b>	<b>-509</b>	<b>-75</b>
<b>Bogført værdi pr. 31.12.</b>	<b>529.963</b>	<b>429.453</b>

## Noter

	2006	2005
	t.kr.	t.kr.
<b>Note 7. Aktiekapital</b>		
Saldo pr. 01.01.	118.000	107.315
Årets tilgang	0	10.685
<b>Saldo pr. 31.12.</b>	<b>118.000</b>	<b>118.000</b>
<p>Aktiekapitalen består af 5.900.000 stk. á nom. 20 kr., heraf er 5.089.205 stk. navnenoteret i Værdipapircentralen. Aktiekapitalen er ikke fordelt i klasser. Egne aktier, se note 14.</p>		
<b>Note 8. Reserve for dagsværdi på investeringsaktiver</b>		
Saldo pr. 01.01.	109.093	51.679
Overført ifølge resultatdisponering	99.669	57.414
<b>Opskrivningshenlæggelser i alt pr. 31.12.</b>	<b>208.762</b>	<b>109.093</b>
<b>Note 9. Overført til næste år</b>		
Saldo pr. 01.01.	129.130	86.189
Overkurs ved kapitaludvidelse	0	16.615
Omkostninger ved kapitaludvidelse	0	-632
Køb/salg egne aktier m.v.	6.601	-23.242
Skat af gevinst på egne aktier	-2.140	-79
Andre reguleringer	-558	0
Overført ifølge resultatdisponering	70.566	50.279
<b>Overført til næste år i alt pr. 31.12.</b>	<b>203.599</b>	<b>129.130</b>
<b>Note 10. Foreslået udbytte</b>		
Saldo pr. 01.01.	16.630	13.414
Regulering	797	0
Udloddet udbytte	-17.427	-13.414
Overført ifølge resultatdisponering	22.289	16.630
<b>Foreslået udbytte i alt pr. 31.12.</b>	<b>22.289</b>	<b>16.630</b>

## Noter

	2006	2005
	t.kr.	t.kr.
<b>Note 11. Udskudt skat</b>		
Saldo pr. 01.01.	42.338	20.169
Ændring i skattesats	0	-1.338
<b>Saldo pr. 01.01. (ny skattesats)</b>	<b>42.338</b>	<b>18.831</b>
Årets forskydning	-11.165	23.507
<b>Udskudt skat i alt pr. 31.12.</b>	<b>31.173</b>	<b>42.338</b>
Specifikation: Grundlaget for de udskudte skatter fordeler sig på aktiver og passiver således:		
Værdipapirer	240.577	151.199
Andre poster	-3.674	7
	<b>236.903</b>	<b>151.206</b>
Der er ikke afsat udskudt skat på tidsmæssige forskydninger på datterselskabsaktier samt egne aktier. Den udskudte skat heraf udgør ultimo 2006 5,3 mio. kr.		
<b>Note 12. Sikkerhedsstillelser og eventualforpligtelser</b>		
Værdipapirer (incl. egne aktier)	562.421	429.453
Likvider	70.779	4.236
<b>Sikkerhedsstillelser i alt</b>	<b>633.200</b>	<b>433.689</b>
Ovennævnte aktiver er stillet som sikkerhed for bankgæld på	1.590	14.134
<b>Kreditrammer, uudnyttede ultimo 2006, omfattet af pantsætningen</b>	<b>44.410</b>	

### Note 13. Transaktioner med nærtstående

Direktør Jens Erik Høst er tillige direktør i datterselskabet Porteføljeselskab A/S, hvorfra han aflønnes særskilt.

Udlån fra Porteføljeselskab A/S er forrentet med CIBOR 3 plus 0,25%.

Udlånet udgjorde pr. 31. december 2006 24 mio. kr.

## Noter

				2006	2005
				t.kr.	t.kr.
<b>Note 14. Egne aktier</b>					
	<b>stk.</b>	<b>Nominelt t.kr.</b>	<b>% af aktie-kapitalen</b>		
Primo	423.279	8.465	7,17%		
Køb	276.640	5.533	4,69%		
Salg	-372.058	-7.441	-6,31%		
<b>Egne aktier 31.12.</b>	<b>327.861</b>	<b>6.557</b>	<b>5,56%</b>		
Markedsværdien af egne aktier ultimo 2006 er 32,5 mio. kr.					
<b>Note 15. Specifikation til pengestrømsopgørelsen</b>					
<b>Reguleringer ikke likvide bevægelser</b>					
Afskrivninger				37	43
Urealiserede kursgevinster værdipapirer				-156.008	-87.202
Periodiseringer, beregnet skat og andre beløb				14.849	43.442
				<b>-141.122</b>	<b>-43.717</b>
<b>Ændringer i driftskapital</b>					
Tilgodehavender				-1.029	122
Andre poster				621	-341
				<b>-408</b>	<b>-219</b>
I "Pengestrømme fra driften" indgår modtagne og betalte renter med				403	848
<b>Note 16. Årets resultat pr. aktie</b>					
Årets resultat, mio. kr.				192,5	124,3
Gns. antal cirkulerende aktier i 1.000 stk.				5.659	5.663
Gns. udvandingseffekt af tildelte warrents 1.000 stk. <sup>1)</sup>				81	0
<b>Gns. antal cirkulerende aktier, udvandet i 1.000 stk.</b>				<b>5.740</b>	<b>5.663</b>
Årets resultat pr. aktie (EPS), kr.				34,0	22,0
Årets resultat pr. aktie, fuldt udvandet (EPS FD), kr.				33,5	22,0

<sup>1)</sup> Der er pr. 28.08.06 tildelt warrents til tegning af 236.000 stk. aktier.



# De bedste small cap aktier er ikke blevet dyrere

De meget store kursstigninger over de seneste 5 år har naturligvis medført, at small cap aktier generelt er blevet dyrere i forhold til large cap aktier, selvom small cap aktier også har haft den højeste indtjeningsudvikling. Modsat det gængse synspunkt er det dog vor opfattelse, at de bedste small cap aktier ikke er blevet relativt dyrere det seneste år.

Vi mener, at den traditionelle analyse af small cap discount/præmie lider af to svagheder. For det første er den baseret på en sammenligning af P/E-kvoter. Denne metode ignorerer den markante styrkelse af balancerne i de mindre selskaber i slipstrømmen på de senere års høje vækst i indtjening og cashflowgenerering. Det er teknisk muligt at nedbringe P/E-kvoten ved at udskifte dyr egenkapital med billig fremmedkapital ved at tilbagekøbe egne aktier, finansieret med lånte penge. I tabellen til højre har vi brugt Rockwool som et tænkt men absolut realistisk eksempel, hvis Rockwools bestyrelse besluttede at øge den finansielle gearing i selskabet.

## Rockwool kan få en lavere P/E

Hvis Rockwool køber egne aktier for 6 mia. kr. (ca. en tredjedel af aktierne) ville den finansielle gearing af selskabet fortsat være på et forholdsvis forsigtigt niveau, illustreret med en nettorentebærende gæld i forhold til EBITDA (resultat før afskrivninger) på 2,2 på den forventede indtjening i 2007 (NIBD/EBITDA). De mest akkvisitive selskaber i peer group har ofte en finansiell gearing på dette niveau efter en ny akkvisition. Effekten af tilbagekøbet vil være en stigning i EPS på 11-14% og et tilsvarende fald i P/E-værdierne for 2007- og 2008-estimatene. En øget finansiell gearing af Rockwool, som illustreret ovenfor, vil ikke gå ud over virksomhedens forretningsmuligheder.

## EV/EBITA er et mere retvisende nøgletal

Et mere retvisende nøgletal i sammenligningen mellem selskaber er EV/EBITA, som udtrykker den samlede værdi af et selskab (EV, enterprise value) i forhold til den primære indtjening (EBITA). Dette nøgletal er ikke påvirket af eventuelle forskelle i balancestrukturen.

Mange mindre selskaber har styrket balancerne de senere år og vil teknisk kunne sænke P/E-kvoten ved at øge gearingen i selskabet, som Rockwooleksemplet viser. Vi mener derfor, at en simpel P/E-kvotensammenligning mellem small cap aktier og large cap aktier er misvisende og viser, at de mindre selskaber er dyrere end de rent faktisk er.

Rockwool	Nuværende	Eksempel på tilbagekøb af egne aktier
Værdi af tilbagekøbte aktier, mio. kr.	0	6.000
<b>NIBD/EBITDA (finansiell gearing)</b>		
2006e	-0,2	2,6
2007e	-0,4	2,2
2008e	-0,6	1,8
<b>Stigning i EPS i forhold til nuværende</b>		
2006e	-	0%
2007e	-	11%
2008e	-	14%
<b>P/E</b>		
2006e	23,7	23,7
2007e	19,1	17,1
2008e	17,0	15,0

Kilde: JCF Quant og egne beregninger

	Selskabets 10 største positioner	OMXC20 ekskl. finans & shipping	Relativt til OMXC20
<b>P/E ultimo</b>			
2004	54,1	19,7	2,74
2005	21,2	23,3	0,91
2006e	18,5	27,2	0,68
2007e	17,8	20,9	0,85
<b>EV/EBITA ultimo</b>			
2004	n.m.	14,3	n.m.
2005	16,4	15,8	1,04
2006e	17,4	18,2	0,95
2007e	12,7	15,2	0,84
<b>Kursudvikling</b>			
2004	36%	30%	4%
2005	98%	25%	58%
2006	58%	33%	19%
<b>KFMX/OMXC20</b>			
2004	41%	17%	20%
2005	52%	37%	11%
2006	43%	12%	27%

Kilde: JCF Quant og egne beregninger

	Selskabets 10 største positioner	OMXC20 ekskl. finans & shipping	Relativt til OMXC20
<b>Vækst i omsætning</b>			
2004	-9%	23%	-26%
2005	3%	19%	-13%
2006e	17%	12%	4%
2007e	25%	9%	15%
<b>Vækst i EBITA</b>			
2004	n.m.	6%	n.m.
2005	83%	8%	69%
2006e	64%	20%	36%
2007e	31%	19%	10%
<b>Vækst i EPS</b>			
2004	n.m.	-1%	n.m.
2005	404%	4%	385%
2006e	81%	36%	33%
2007e	1%	29%	-22%

Kilde: JCF Quant og egne beregninger

### De bedste small cap aktier er ikke blevet dyrere

På forrige side har vi illustreret ændringen i prisfastsættelsen mellem small cap og large cap selskaber på baggrund af de 10 største bidragsydere til SmallCap Danmark A/S' resultat for 2006 og de største OMXC20-selskaber, hvor finans og shipping er udeladt samt GN og ØK på grund af store forandringer i selskaberne, der giver misvisende resultater i sammenligningen.

Som det fremgår, er SmallCap Danmark A/S' small cap selskaber ikke blevet relativt dyrere i løbet af 2006, hverken på P/E eller det mere retvisende EV/EBITA-nøgletal. Forklaringen er den meget højere vækst i indtjeningen. Den er sammensat af en omsætningsvækst, der var 4% højere end for de inkluderede OMXC20-selskaber. Væksten i den primære indtjening udviklede sig endnu hurtigere med en vækst på 64% sammenlignet med en vækst på 20% for de store selskaber.

På 2007-estimerne er small cap selskaberne faktisk endnu billigere målt på EV/EBITA som følge af en højere vækst i den primære indtjening på 31% mod 19% for de store aktier. Forværringen på P/E på 2007-estimerne skyldes, at skattebetalingen fortsat er stigende for de mindre selskaber i takt med en mere normalise-

ret situation. Den underliggende vækst bliver derfor undervurderet i EPS-tallene. Det viser en anden svag-hed ved P/E-sammenligningerne.

### Peer group-sammenligninger mest relevant

Vi mener, at det er mere relevant at sammenligne et selskabs relative prisfastsættelse med en international peer group frem for med et gennemsnit af helt forskellige bluechipsselskaber. En sådan peer group består af selskaber med sammenlignelige forretningsmodeller. Peer group-sammenligninger afspejler også den internationalisering af aktiemarkederne, der er sket over de seneste 10 år. Som eksempel mener vi, at det er mere relevant at sammenligne Rockwool med andre internationale byggematerialeproducenter frem for med A.P. Møller, Danske Bank og Novo Nordisk.

I tabellerne på næste side har vi som eksempel medtaget Rockwools peer group.

Rockwool handlede med en præmie (EV/EBITA) til store internationale byggemateriale producenter på 25% ultimo 2005 sammenlignet med en præmie på kun 7% ultimo 2006 på den forventede 2006-indtjening. Præmien på den forventede 2007-indtjening stiger til 10%, men er fortsat lavere end niveauet ved udgangen af 2005. På trods af 41%'s afkast i 2006 og 14% i den forløbne del af 2007 kompenserer den højere indtjeningsvækst end peers herfor, således at Rockwools prisfastsættelse i forhold til sin peer group ikke er blevet yderligere anstrengt. Rockwools primære indtjening (EBITA) steg således med 57% i 2006 sammenlignet med et gennemsnit på 28%.

Selvom Rockwool er gået fra at handle med en lille P/E-præmie ved udgangen af 2005 til at handle med en discount ved udgangen af 2006 i forhold til gennemsnittet til OMXC20 (eksklusive finans og shipping) på grund af den meget høje indtjeningsudvikling, er det et forhold, som vi ikke tillægger samme vægt som den relative prisfastsættelse inden for peer group, selvom konklusionen i dette tilfælde er ens.

Vor konklusion er, at de bedste small cap aktier ikke er blevet relativt dyrere, hverken til peer groups eller large cap aktier, men aktier som helhed er blevet dyrere – drevet af investorernes større risikovillighed. Danske small cap selskabers langt højere indtjeningsvækst kompenserer fuldt ud for den markante out-performance i forhold til de fleste peers og i forhold til large cap aktier.

Valuation	Rockwool	Rockwool relativt til median	CRH	Wien.b	Uralita	Saint Gobain	Hanson	Kingspan	Median Inter.
<b>P/E</b>									
2004	13,8	7%	12,1	13,8	17,2	11,8	10,5	15,2	13,0
2005	24,1	81%	13,3	12,7	19,2	13,2	11,9	16,1	13,3
2006e	20,6	39%	14,3	15,5	21,3	13,3	14,0	22,8	14,8
2007e	19,1	34%	12,9	14,5	22,4	13,3	13,9	20,8	14,2
<b>EV/EBITA</b>									
2004	9,8	-13%	10,8	13,1	11,9	8,1	9,5	12,2	11,3
2005	15,2	25%	12,0	12,8	12,3	10,6	11,7	13,3	12,1
2006e	13,5	7%	12,3	14,7	9,5	10,1	13,0	18,4	12,7
2007e	12,8	10%	10,7	14,1	10,1	9,6	12,6	16,3	11,7
<b>Afkast</b>									
2004	40%	2%	21%	66%	52%	14%	9%	68%	36%
2005	122%	86%	26%	-4%	-8%	13%	47%	51%	20%
2006	41%	8%	27%	33%	46%	27%	23%	88%	30%

Kilde: JCF Quant og egne beregninger

Valuation	Rockwool	Rockwool relativt til median	CRH	Wien.b	Uralita	Saint Gobain	Hanson	Kingspan	Median Inter.
<b>Vækst i omsætning</b>									
2004	11%	0%	14%	14%	1%	8%	-4%	22%	11%
2005	10%	-1%	18%	11%	-17%	10%	-2%	30%	10%
2006e	15%	0%	23%	14%	-9%	18%	11%	15%	15%
2007e	11%	4%	15%	9%	3%	5%	5%	20%	7%
<b>Vækst i EBITA</b>									
2004	34%	11%	15%	25%	37%	8%	2%	29%	20%
2005	26%	18%	20%	5%	-18%	8%	-1%	42%	7%
2006e	57%	23%	26%	11%	56%	29%	18%	33%	28%
2007e	18%	7%	12%	13%	-1%	6%	9%	14%	10%
<b>Vækst i EPS</b>									
2004	55%	28%	21%	26%	n.a.	9%	5%	29%	21%
2005	30%	19%	14%	5%	-18%	2%	26%	43%	9%
2006e	63%	33%	19%	9%	32%	26%	3%	33%	22%
2007e	24%	12%	10%	11%	10%	11%	6%	13%	11%

Kilde: JCF Quant og egne beregninger

**Selskabsoplysninger**

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

[www.smallcap.dk/as](http://www.smallcap.dk/as)  
[as@smallcap.dk](mailto:as@smallcap.dk)

CVR-nr. 39703416  
Hjemstedskommune:  
København  
56. regnskabsår

**Datterselskab**

Porteføljeselskab A/S  
Toldbodgade 53, 2. sal  
DK - 1253 København K  
Telefon 33 30 66 01  
Telefax 33 30 66 04

CVR-nr. 73519616

**Aktiebogsfører**

Aktiebog Danmark A/S  
Kongevejen 145  
DK - 2840 Holte

**Bankforbindelse**

Amagerbanken A/S  
Amagerbrogade 25  
DK - 2300 København S

**Revisor**

S.A. Christensen & W. Kjærulff  
Statsautoriseret Revisionsaktieselskab  
St. Kongensgade 68  
DK - 1264 København K

SmallCap Danmark A/S

Toldbodgade 53, 2. sal  
DK - 1253 København K

Telefon 33 30 66 00  
Telefax 33 30 66 04

[www.smallcap.dk/as](http://www.smallcap.dk/as)  
[as@smallcap.dk](mailto:as@smallcap.dk)