



SmallCap Danmark

OMX Den Nordiske Børs København  
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 22. juli 2008  
Udsteder SmallCap Danmark A/S  
Kontaktpersoner Jens Erik Høst, tlf. 33 30 66 10  
Antal sider 5 incl. denne side

SmallCap Danmark AS

CVR 39 70 34 16

### **Børsmeddelelse nr. 14.2008, Delårsrapport 1. januar – 30. juni 2008**

SmallCap Danmark A/S' bestyrelse har d.d. behandlet og godkendt delårsrapporten for perioden 1. januar – 30. juni 2008, hvorfra følgende kan fremhæves:

- Perioden har været kendetegnet ved høj volatilitet og en gennemgående meget negativ aktiemarkedsudvikling.
- Periodens resultat blev negativt med hhv. 103,1 mio. kr. før skat og 88,6 mio. kr. efter skat. I 2. kvartal blev resultat før skat -9,8 mio. kr. og resultat efter skat -9,1 mio. kr.
- Halvårsresultatet forrenter primo egenkapitalen med -19,1% før skat hhv. -16,4% og skat. De tilsvarende tal for 2. kvartal er -2,2% og -2,0%.
- Selskabet har med en likviditetsandel på 15-20% ført en defensiv porteføljestrategi. Selskabets benchmark, KFMX, faldt i 1. halvår med 23,2%. Selskabet har i perioden opnået et merafkast i forhold til markedet på 4%-point før skat og 6,7%-point efter skat.
- Selskabets egenkapital udgjorde d. 30. juni 2008 418,7 mio. kr., svarende til en indre værdi på 80,6 kr. pr. aktie.
- Det er ikke sandsynligt at afkastet for 2008 bliver positivt med baggrund i den negative udvikling i 1. halvår og den fortsat store usikkerhed i aktiemarkedene, der har medført nye tab i juli. Vi har dog usvækket tillid til, at SmallCap Danmark A/S' investeringskoncept også i 2008 vil skabe et bedre afkast end udviklingen i vores benchmark - KFMX-indekset.

Med venlig hilsen  
SmallCap Danmark A/S

Jan O. Frøshaug  
Formand for bestyrelsen

Jens Erik Høst  
Adm. direktør

# Delårsrapport

SmallCap Danmark A/S

1. januar – 30. juni 2008

## Forventninger til 2008

Det er ikke sandsynligt at afkastet for 2008 bliver positivt med baggrund i den negative udvikling i 1. halvår og den fortsat store usikkerhed i aktiemarkederne, der har medført nye tab i juli. Vi har dog usvækket tillid til, at SmallCap Danmark A/S' investeringskoncept også i 2008 vil skabe et bedre afkast end udviklingen i vores benchmark - KFMX-indekset.

Investorenes tillid til aktiemarkederne er meget skrøbelig, som den fornyede nedtur der startede i juni vidner om. Det er udelukkende negative temaer, der sætter dagsordenen i aktiemarkederne. Kreditkrisen er fortsat et tema, hvor der er en udbredt forventning om, at ikke alle tab på sub-prime lån og øvrige lån relateret til boligmarkedet endnu har set dagens lys. De store tab og stigende funding omkostninger har endvidere fået bankerne til generelt at stramme kreditpolitikken overfor tyndt kapitaliserede virksomheder, hvilket har en negativ indflydelse på den generelle økonomiske vækst.

Frygten for en periode med stagflation (som i 1970'erne) er et andet dominerende tema. De stigende olie-, energi-, råvare- og fødevarerpriser øger inflationsfrygten. Investorerne er således ikke overbeviste om, at faldende vækst i de vestlige økonomier nødvendigvis fører til faldende priser på energi og råvarer på grund af den stærkt stigende efterspørgsel fra bl.a. Kina og Indien.

Aktiemarkederne inddiskonterer i øjeblikket en meget lav økonomisk vækst i 2008 og 2009 i både USA og Europa samtidig med, at inflationsfrygten er stigende. På den baggrund tror vi, at aktiemarkederne vil fortsætte med at være usikre i en længere periode. Selskaberne forventes at få svært ved at hæve salgspriserne tilstrækkeligt til at kompensere de stigende energi- og råvarepriser, hvilket vil lægge et ikke ubetydeligt pres på indtjeningsmarginerne. Fundamentalt er det dog vores vurdering, at de nuværende lave kurser har inddiskonteret en betydelig forværring af konjunktursituationen og deraf afledt forværring af indtjeningen og i mange tilfælde en forværring, der er langt større, end det der ligger i selskabernes guidance.

Vores investeringskonklusion på de nuværende makroøkonomiske forhold er uændret. Vi vil være varsomme med højrisiko aktier, dollarfølsomme aktier og aktier med en høj eksponering mod den hjemlige økonomi. Vi vil forsætte med en høj likviditetsandel, indtil markedet kommer ind i en positiv udvik-

ling for at beskytte mod yderligere fald og samtidigt opretholde evnen til at investere aktivt og selektivt, når tiden er inde.

Aktier bliver fortsat solgt uden megen skelen til de underliggende langsigtede forhold i den enkelte virksomhed. Det betyder, at en række selskaber er blevet udsat for store kursfald, uden at der har været en tilsvarende forringelse i deres langsigtede indtjeningsmuligheder. Blandt disse er fundamentet således til stede for at foretage attraktive langsigtede aktieinvesteringer, men vi må blot konstatere, at aktiemarkedet reagerer utroligt kortsigtet i den nuværende markedssituation.

Vi er fortsat af den overbevisning, at small cap-aktier vil outperforme large cap-aktier på lang sigt, som det historisk altid har været tilfældet, idet small cap selskaberne ofte er mere fokuserede, innovative, fleksible og omstillingsberedte. Danske small cap-aktier har nu underperformet large cap-aktier i fire kvartaler i træk, men det er usikkert, hvornår denne udvikling vender.

### Volatile aktiemarkeder fortsatte i 1. halvår

Aktiemarkederne startede med at være meget nervøse og volatile i løbet af 2. halvår 2007. Udviklingen fortsatte ind i 1. kvartal 2008. April og maj var måneder med positive afkast, men usikkerheden kom hurtigt tilbage i juni, bl.a. forårsaget af forudsigelser om en oliepris på 150 USD medio 2008, stigende til 200 USD. KFMX er faldet med 9,5% i juni, men det er værd at notere sig at kursfaldene er sket under lav omsætning. OMXC20 indekset er faldet med 7,8% i juni.

Small cap-aktierne er fortsat med at underperforme large cap-aktierne. KFMX-indekset er faldet med 33,3% over det seneste år sammenlignet med et fald i OMXC20-indekset på 12,3%. Der har været tale om underperformance i hvert eneste kvartal siden 1. juli 2007. Small cap-aktierne er generelt blevet meget hårdere straffet i Danmark og Sverige sammenlignet med USA og hele verden (MSCI world). Således har de amerikanske small cap-aktier kun underperformet large cap-aktierne med 2,4% over det seneste år og outperformet med 3% i 2. kvartal 2008. MSCI world small cap har ligeledes outperformet MSCI World large caps med 1,5% i 2. kvartal 2008, men underperformet med 6,6% over det seneste år. Det ser med andre ord ud til at stigningen i small cap discounten er stoppet i USA og globalt.

Nøgletal	2008 2. kvartal	2008 å.t.d	12 mdr. p.a.	36 mdr. p.a.	60 mdr. p.a.	Levetid (99 mdr.) p.a.
SmallCap Danmark A/S (EKF før skat)	-2,2%	-19,1%	-31,2%	17,2%	32,2%	20,2%
KFMX	-8,6%	-23,2%	-33,3%	8,3%	23,4%	12,5%
OMXC20	-0,9%	-8,6%	-12,3%	7,2%	14,6%	4,6%
DAX	-4,8%	-23,1%	-22,5%	8,8%	11,8%	-4,4%
S&P 500	-3,2%	-12,8%	-14,9%	2,4%	5,6%	-1,9%
Russel 2000	0,2%	-10,0%	-17,3%	2,5%	9,0%	3,0%
Nikkei 225	7,6%	-11,9%	-25,7%	5,2%	8,2%	-4,9%
10 års renter	30.06.08	01.01.08	30.06.07	30.06.05	30.06.03	01.04.00
Danmark	4,9%	4,4%	4,6%	3,1%	4,0%	5,6%
Tyskland	4,6%	4,3%	4,6%	3,1%	3,8%	5,2%
USA	4,0%	4,0%	5,0%	3,9%	3,5%	6,0%

Kilde: Egne beregninger og JCF Quant

## Periodens resultat

SmallCap Danmark A/S' resultat for 1. halvår 2008 blev negativt med 103,1 mio. kr. før skat mod et positivt resultat på 106,7 mio. kr. før skat i samme periode året før. Resultatet svarer til en forrentning af primo egenkapitalen på -19,1% før skat. KFMX-indekset, selskabets benchmark, faldt i perioden med 23,2%.

Halvårsresultatet er sammensat af et investeringsresultat på -102,2 mio. kr., nettorenteindtægter på 1,9 mio. kr. med fradrag af ordinære driftsomkostninger på 2,8 mio. kr. Da resultatet er negativt, er kriterierne for performance-afhængig bonus ikke opfyldt og der er ikke hensat til bonus.

Der er i 1. halvår indtægtsført 14,5 mio. kr. i skat. Beløbet afspejler dels den negative kursudvikling, dels at selskabet fortsat har betydelige urealiserede kursgevinster hvor den udskudte skat gradvist reduceres i takt med at gevinsterne nærmer sig treårsdagen for skattefrihed.

Resultat efter skat blev i 1. halvår -88,6 mio. kr. Resultatet forrenter primo egenkapitalen med -16,4%.

I 2. kvartal blev resultat før og efter skat hhv. -9,8 mio. kr. og -9,1 mio. kr. svarende til en forrentning af primo egenkapitalen på -2,2% og -2,0%.

Egenkapitalen udgjorde d. 30. juni 2008 418,7 mio. kr., en reduktion på 120,2 mio. kr. siden årets start. Faldet kan tilskrives det negative perioderesultat, udbetaling af udbytte (20,8 mio. kr.) samt tilbagekøb af egne aktier (10,7 mio. kr.). Beholdningen af egne aktier udgjorde d. 30. juni 2008 385.617 stk. svarende til 6,9% af aktiekapitalen, hvoraf 364.863 stk. svarende til 6,5% af aktiekapitalen er under annullering (proklama udløber 23. august d.å.).

Den indre værdi af selskabets aktier udgjorde d. 30. juni 2008 80,6 kr. pr. aktie.



### Fortsat høj likviditetsandel

Selskabet har igennem det meste af 1. halvår 2008 opretholdt en likviditetsandel på 15-20% på grund af de usikre og volatile markeder. Den høje likviditetsandel har været en rigtig strategi, der har modvirket faldet i aktieporteføljen, der har været hårdere ramt end markedet. På grund af den fortsatte usikkerhed har ledelsen på det seneste valgt at øge likviditetsandelen. Likviditetsandelen udgjorde d. 30. juni 2008 25,9%.

Fleere af kerneinvesteringerne har i perioden haft en meget negativ kursudvikling. Særligt virksomheder som opfattes som meget konjunkturfølsomme er blevet ramt. De største bidrag til det negative resultat kommer fra investeringerne i BoConcept (-43,1% / -35,0 mio. kr.), Egetæpper (-29,9% / -21,0 mio. kr.) og Solar (-34,7% / -14,5 mio. kr.). Det er fortsat ledelsens opfattelse at selskabernes stærke underliggende indtjeningsudvikling vil slå igennem på længere sigt, men på kort sigt er det markedets generelle pessimisme, som driver kurserne.

Selskabets fem største investeringer pr. 30. juni 2008 er de samme aktier som ultimo 2007. Dog er BoConcept, som følge af kursfald, reduceret fra at være selskabets største til at være selskabets tredjestørste investering. D. 30. juni 2008 var Egetæpper (11,8% af egenkapitalen) selskabets største investering efterfulgt af FLS (11,2%), BoConcept (11,1%), Solar (6,9%) og Sim-Corp (6,2%).

### Bestyrelsens og ledende medarbejderes ejerandel

Bestyrelsens og den daglige ledelses beholdning af aktier i selskabet er i 1. halvår øget med 3.830 stk. og i 2. kvartal øget med 756 stk. Den 30. juni 2008 udgjorde beholdningen 24,3% af selskabets aktiekapital, svarende til en værdi på 109 mio. kr.

Bestyrelsens og ledende medarbejderes beholdning af aktier d. 30.06.08			
Antal aktier, stk.	Værdi, mio. kr.	Ændring siden 31.03.08, stk.	% af kapital
1.355.459	109	+756	24,30%

Nøgletal	2008 2. kvartal	2008 å.t.d.	12 mdr. p.a.	36 mdr. p.a.	60 mdr. p.a.	Levetid (99 mdr.) p.a.
Forrentning af primo egenkapital før skat	-2,2%	-19,1%	-31,2%	17,2%	32,2%	20,2%
Forrentning af primo egenkapital efter skat	-2,0%	-16,4%	-25,1%	17,1%	27,1%	17,2%
KFMX	-8,6%	-23,2%	-33,3%	8,3%	23,4%	12,5%
Merafkast, EKF før skat ifht. KFMX	6,5%	4,0%	2,1%	8,8%	8,8%	7,6%
Merafkast, EKF efter skat ifht. KFMX	6,6%	6,7%	8,1%	8,7%	3,7%	4,7%

Kilde: Egne beregninger og JCF Quant

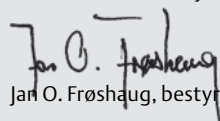
# Delårsrapport 2. kvartal 2008

	2008 2. kvartal t.kr.	2008 å.t.d. t.kr.	2007 2. kvartal t.kr.	2007 å.t.d. t.kr.	2007 t.kr.
<b>Resultatopgørelse</b>					
Investeringsresultat	-8.984	-102.223	94.250	119.809	18.340
Finansielle poster, netto	681	1.882	278	477	2.667
Driftsomkostninger	-1.481	-2.788	-12.006	-13.574	-7.074
Resultat før skat	-9.784	-103.129	82.522	106.712	13.933
Skat	696	14.497	-4.319	-2.273	21.330
<b>Periodens resultat</b>	<b>-9.088</b>	<b>-88.632</b>	<b>78.203</b>	<b>104.439</b>	<b>35.263</b>
<b>Egenkapitalsforklaring</b>					
Egenkapital primo	452.971	538.862	568.061	552.650	552.650
Udloddet udbytte	-20.854	-20.854	-21.844	-21.844	-22.289
Periodens resultat	-9.088	-88.632	78.203	104.439	35.263
Køb/salg egne aktier	-4.336	-10.683	3.288	-7.537	-26.763
<b>Egenkapital ultimo</b>	<b>418.693</b>	<b>418.693</b>	<b>627.708</b>	<b>627.708</b>	<b>538.861</b>
<b>Aktiver</b>					
Værdipapirer	302.030	302.030	601.199	601.199	457.296
Andre aktiver	8.934	8.934	5.390	5.390	4.165
Likvider	108.286	108.286	76.547	76.547	118.921
<b>Aktiver i alt</b>	<b>419.250</b>	<b>419.250</b>	<b>683.136</b>	<b>683.136</b>	<b>580.382</b>
<b>Passiver</b>					
Egenkapital	418.693	418.693	627.708	627.708	538.861
Udskudt skat	-2.666	-2.666	27.542	27.542	7.530
Gæld til kreditinstitutter	0	0	0	0	27.177
Andre gældsposter	3.223	3.223	27.886	27.886	6.814
<b>Passiver i alt</b>	<b>419.250</b>	<b>419.250</b>	<b>683.136</b>	<b>683.136</b>	<b>580.382</b>
<b>Pengestrømme</b>					
Likviditetsforskydning fra driften	-5.121	-18.473	16.151	19.798	-22.044
Likviditetsforskydning fra investeringsaktiviteter	50.362	66.646	22.587	17.140	94.081
Likviditetsforskydning fra finansieringsaktiviteter	-25.250	-58.809	-19.004	-31.200	-23.925
<b>Periodens forskydning i likvide beholdninger</b>	<b>19.991</b>	<b>-10.636</b>	<b>19.734</b>	<b>5.738</b>	<b>48.112</b>
<b>Nøgletal</b>					
Resultat pr. aktie (EPS), kr.	-1,7	-16,9	14,2	18,9	6,40
Resultat pr. aktie, fuldt udvandet (EPS FD), kr.	-1,7	-16,4	13,8	18,4	6,30
Indre værdi pr. aktie (BVPS), kr.	80,6	80,6	113,8	113,8	101,20
Indre værdi pr. aktie, fuldt udvandet (BVPS FD), kr.	80,6	80,6	113,0	113,0	100,70
Børskurs ultimo pr. aktie, kr.	80,0	80,0	108,0	108,0	95,00
<b>Cirkulerende antal aktier ultimo (1.000 stk.), kr.</b>	<b>5.193</b>	<b>5.193</b>	<b>5.515</b>	<b>5.515</b>	<b>5.518</b>

## Ledelsespåtegning

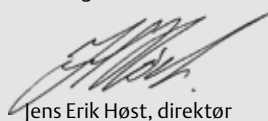
Ledelsen har dags dato behandlet og godkendt delårsrapporten for perioden 1. januar – 30. juni 2008 for koncernen SmallCap Danmark A/S. Delårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder (IFRS) som godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav til delårsrapporter for børsnoterede selskaber. Den anvendte regnskabspraksis i delårsrapporten er i overensstemmelse med den, der er anvendt i årsrapporten for 2007. Delårsrapporten er ikke revideret.

København, den 22. juli 2008



Jan O. Frøshøj, bestyrelsens formand

Ledelsen anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig og den samlede præsentation af delårsrapporten dækkende. Det er vores opfattelse, at delårsrapporten giver et retvisende billede af koncernens aktiver, passiver og finansielle stilling samt af resultatet af koncernens aktiviteter og pengestrømme for delårsperioden. Det er endvidere vores opfattelse, at ledelsesberetningen indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i koncernens aktiviteter og økonomiske forhold, periodens resultat og af koncernens finansielle stilling som helhed og en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som koncernen står over for.



Jens Erik Høst, direktør



## Investment cases

### Egetæpper

Investeringen i Egetæpper bygger på en forventning om høj indtjeningsvækst gennem en øget salgsindsats og en bedre udnyttelse af selskabets moderne og fleksible produktionsapparat, der har en betydelig udnyttet kapacitet. Egetæpper mærker først en konjunktursvækkelse med en forsinkelse på 6-12 mdr. og først i 4. kvartal 2007/08, hvor salget stagnerede, blev effekten synlig. Korrigeret for salg af fast ejendom blev resultatet i 2007/08 61 mio. kr. før skat, mod forventet 76 mio. kr. Om eksponeringen mod vækstmarkeder er tilstrækkeligt til at forhindre et omsætningstilbagegang i 2008/09, vil de kommende måneder vise, men vi forventer et mindre fald (-5%) og at det vil vise sig udfordrende at nå guidance på 50-60 mio. kr. før skat (Est. 42 mio. kr.). Langsigtet tror vi dog fortsat på selskabets evne til at vokse og levere høj indtjeningsvækst.

### FLSmidth

FLSmidth er en investering i verdens førende producent af udstyr til cement- og mineralindustrien. FLSmidth oplever fortsat høj strukturel drevet vækst i begge forretningsområder. Rusland ser ud til at blive et nyt stort marked. Afrika er ligeledes godt med. Oil sands i Canada rummer også store muligheder. Ordrebeholdningen fortsætter med at slå rekord. Ved udgangen af 1. kvartal 2008 udgjorde den 28,6 mia. kr., hvilket er en stigning på 13% i forhold til ultimo 2007. Vi forventer en stigning i omsætningen på 30% for 2008 på baggrund af den store ordrebeholdning og helårseffekten af GL&V opkøbet. FLSmidths indtjeningssevne vil fortsætte med at stige i kraft af stigende priser på ordrebeholdningen (sælgers marked), markant fald i turnkeyandelen af omsætningen, hvor marginalen er meget lav, stigende andel i omsætningen fra eftermarkedet samt større sourcing fra lavomkostningslande. Endvidere vil GL&V bidrage med en høj marginal.

### BoConcept

Investeringen i BoConcept bygger på fortsat tillid til selskabets forretningsmodel som fører til høj indtjeningsvækst drevet af et stort antal butiksetableringer og en meget høj indtjeningsmarginal på mersalg. Den aktuelle konjunktursvækkelse rammer også BoConcept. I 4. kvartal 07/08 var der en tilbagegang i same store sale på 6%. Samlet steg omsætningen dog, som følge af butiksetableringer, med 5%. Resultatet for 2007/08 kom ud på ni-

veau med det forventede (68 mio. kr. før skat mod 63 mio. kr.). Vi forventer i 2008/09 en moderat vækst i omsætningen (4%) og et resultat på niveau med 2008/09 (Est. 71 mio. kr. før skat). Aktien er nu faldet med 56% fra toppen (d. 6/7 '07) og en konjunktursvækkelse er efter vores opfattelse inddiskontret i kursen. Vi ser fortsat BoConcept som en attraktiv langsigtet investering med et betydeligt kurspotentiale.

### Solar

Solar er en investering i relativ høj vækst drevet af nye produktområder, stor driftsfordele og effektiviseringer ved implementering af standardiserede forretningsprocesser. De næste par år regner vi dog ikke med nogen væsentlig forbedring af EBITA-marginalen på grund af stigende transportomkostninger og hård priskonkurrence i kølvandet på afmatningen i bl.a. byggesektoren. 2009 kan vise sig at blive et udfordrende år for Solar med meget lav vækst. På længere sigt tror vi fortsat på øget effektivitet i Solar. Endvidere har Solar det sidste års tid fulgt en akkvisitionsstrategi med opkøb i Holland, Norge og Sverige. De hidtidige opkøb er sket til fornuftige priser og har dermed været værdiskabende allerede fra overtagelsestidspunktet.

### SimCorp

Kapitalforvaltningsindustrien er i vækst, men den væsentligste driver for SimCorp er en løbende udbredelse af markedsdækningen for SimCorp Dimension, der er en integreret platform og omkostningsbesparende for kunden. Der er aktuelt ingen tegn på at finanskrisen har mindsket kundernes investeringslyst og ordreindgangen i 2. kvartal 2008 har været stærk (ca. 10 mio. EUR i licensindtægter). Med de seneste ordrer er visibiliteten for 2008 god, og vi forventer at selskabet når guidance (Est. 46 mio. EUR før skat mod 40 mio. i 2007). Men ændrede markedsbetingelser er fortsat en risiko for aktiviteten i 2009. I dag er SimCorp dog i en betydelig stærkere position end ved seneste konjunktursvækkelse for fem år siden grundet en høj andel vedligeholdelsesindtægter og mersalg til eksisterende kunder. På sigt er finanskrisen positiv i den forstand at det skærper kundernes opmærksomhed på risikostyring og øger systemkravene. SimCorp er faldet 38% siden toppen (d. 2/1 '07) og er efter vores opfattelse en attraktiv langsigtet investering.

Selskab	Andel af egenkapital 30.06.08	Afkast i 1. halvår mio. kr.	Afkast i 1. halvår %
Egetæpper	11,8%	-21,0	-29,9%
FLSmidth	11,2%	0,3	-0,4%
BoConcept	11,1%	-35,0	-43,1%
Solar	6,9%	-14,5	-34,7%
SimCorp	6,2%	-3,6	-15,2%
Fem største i alt	47,2%	-73,9	

