



Investeringsforeningen

SmallCap Danmark

OMX Den Nordiske Børs København
Nikolaj Plads 6, Postboks 1040
DK-1007 København K

Dato 22. juli 2008
Udsteder Investeringsforeningen SmallCap Danmark
Kontaktpersoner Christian Reinholdt, tlf. 33 30 66 16
Antal sider 5 incl. denne side

Toldbodgade 53
DK-1253 København K

Telefon +45 33 30 66 02
Fax +45 33 30 66 14
www.smallcap.dk/if
if@smallcap.dk

Investeringsforeningen
SmallCap Danmark
CVR. 29 21 81 53

Børsmeddelelse nr. 11.2008, Delårsrapport 1. januar – 30. juni 2008

Investeringsforeningen SmallCap Danmarks bestyrelse har d.d. behandlet og godkendt delårsrapporten for 1. januar – 30. juni 2008, hvorfra følgende kan fremhæves:

- 1. halvår har været kendetegnet ved høj volatilitet og en gennemgående meget negativ aktiemarkedsudvikling.
- Investeringsforeningen realiserede i 1. halvår et negativt afkast på 17,1% svarende til et fald i indre værdi på 2.339 kr. I 2. kvartal blev afkastet negativt med 2,6%.
- Foreningen har med en likviditetsandel på 15-20% ført en defensive porteføljestrategi. Foreningens benchmark, KFMX, faldet i 1. halvår med 23,2%. Foreningen har opnået et merafkast i forhold til markedet på 6,1%-point.
- Der har ikke været tilbagesalg af beviser i 2. kvartal. I årets 1. kvartal var der tilbagesalg af 685 beviser, svarende til 2,2% af den cirkulerende masse.
- Medlemmernes formue udgjorde d. 30. juni 2008 289 mio. kr. svarende til en indre værdi pr. andel på 9.491 kr.
- 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 Investeringsforeningen SmallCap Danmarks investeringskoncept også i 2008 vil skabe et bedre afkast end udviklingen i vores benchmark - KFMX-indekset.

Med venlig hilsen
Investeringsforeningen SmallCap Danmark

Jan O. Frøshaug
Formand for bestyrelsen

Christian Reinholdt
Direktør

Delårsrapport

Investeringsforeningen SmallCap Danmark

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 aktiemarkedene, der har medført nye tab i juli. Vi har dog usvækket tillid til, at Investeringsforeningen SmallCap Danmarks investeringskoncept også i 2008 vil skabe et bedre afkast end udviklingen i vores benchmark - KFMX-indekset.

Investorenes tillid til aktiemarkedene er meget skrøbelig, som den fornyede nedtur der startede i juni vidner om. Det er udelukkende negative temaer, der sætter dagsordenen i aktiemarkedene. 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.

Aktiemarkedene 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 aktiemarkedene 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

Aktiemarkedene 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 hastigt 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.	05.05.06- 30.06.08
Investeringsforeningen SmallCap Danmark	-2,6%	-17,1%	-31,6%	-	-	-5,5%
KFMX	-8,6%	-23,2%	-33,3%	8,3%	23,4%	-14,6%
OMXC20	-0,9%	-8,6%	-12,3%	7,2%	14,6%	5,5%
DAX	-4,8%	-23,1%	-22,5%	8,8%	11,8%	-1,0%
S&P 500	-3,2%	-12,8%	-14,9%	2,4%	5,6%	-2,5%
Russell 2000	0,2%	-10,0%	-17,3%	2,5%	9,0%	-11,0%
Nikkei 225	7,6%	-11,9%	-25,7%	5,2%	8,2%	-21,4%
10 års renter	30.06.08	01.01.08	30.06.07	30.06.05	30.06.03	05.05.06
Danmark	4,9%	4,4%	4,6%	3,1%	4,0%	4,1%
Tyskland	4,6%	4,3%	4,6%	3,1%	3,8%	4,0%
USA	4,0%	4,0%	5,0%	3,9%	3,5%	5,1%

Kilde: Egne beregninger og JCF Quant

Periodens resultat

Investeringsforeningen realiserede et afkast i perioden 1. januar - 30. juni 2008 på -17,1% efter omkostninger, svarende til et resultat på -61,9 mio. kr. I samme periode faldt benchmark, KFMX-indekset, med 23,2%. Investeringsforeningen har således outperformed KFMX-indekset med 6,1% i 1. halvår 2008. I 2. kvartal var afkastet på -2,6%, hvilket modsvarer en outperformance på 6%.

Halvårsresultatet er sammensat af renter og udbytter på 5,8 mio. kr., kurstab på netto 65,4 mio. kr., fratrukket ordinære driftsomkostninger på 2,1 mio. kr. og svensk udbytteskat på 0,2 mio. kr. Da resultatet er negativt er kriterierne for performanceafhængig bonus ikke opfyldt og der er ikke hensat til bonus. Driftsomkostningerne var i 1. halvår 213 t.kr. lavere end i samme periode i 2007, men på grund af en lavere formue som følge af kursfald steg den annualiserede omkostningsprocent fra 1,1% til 1,3% af gennemsnitsformuen.

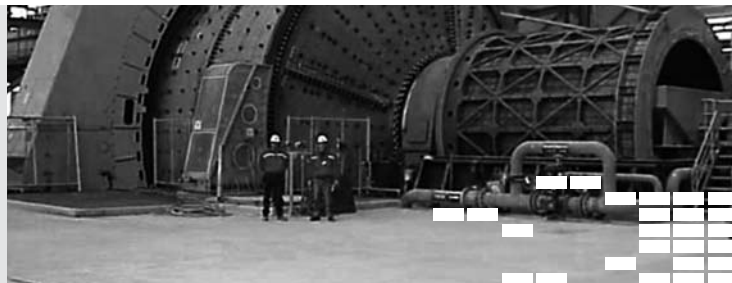
For 2. kvartal isoleret udgjorde renter og udbytter 4,6 mio. kr., kurstabet var 11 mio. kr. og de ordinære driftsomkostninger var 1,1 mio. kr.

Medlemmernes formue faldt fra 368,8 mio.kr. ultimo 2007 til 289 mio. kr. den 30. juni 2008 svarende til en indre værdi på 9.491 kr. pr. andel. Der er udbetalt 325 kr. pr. andel i april, som i sagens natur er fragået formuen i 2. kvartal. Til trods for den negative udvikling havde foreningen intet tilbagesalg i 2. kvartal. I 1. kvartal var der tilbagesalg af 685 investeringsbeviser (ca. 7 mio. kr.), svarende til 2,2% af formuen.

Det negative resultat i 1. halvår skyldes fortsatte store kursfald på de fleste aktier.

Høj likviditetsandel i 1. halvår

Foreningen har haft en høj likviditetsandel i 1. halvår på 15-20% på grund af de usikre og volatile markeder. Det har vist sig at være en rigtig strategi. Derimod har en række af vores kerneinvesteringer haft en meget skuffende kursudvikling. I 1. halvår er Egetæpper faldet med 29,9%, Solar med 34,7% og Rockwool med 48,7%.



Den største negative bidragsyder var BoConcept med et negativt afkast på 11,7 mio. kr. i 1. halvår (Q2: -0,6 mio. kr.), bl.a. forårsaget af en skuffende 3. kvartalsmeddelelse fra selskabet. Rockwool, Egetæpper og Solar bidrog også markant til det negative resultat i 1. halvår med henholdsvis -11,7 (Q2: -4,8) mio. kr., -10,5 (Q2: -2,1) mio. kr. og -10,7 (Q2: -3,7) mio. kr. Rockwool er ramt af kraftigt stigende input omkostninger, især fra koks. Egetæpper kom med et skuffende regnskab for 2007/08, hvor især 4. kvartal var meget skuffende. Solars eksponering mod byggesektoren har presset kursen i hele 2008. Vores svenske investeringer klarede sig relativt godt og havde et samlet resultat lige under nul (Q2: -1,1 mio. kr.). Tilsvarende har FLSmidth, NKT og DSV også givet et resultat omkring nul i 1. halvår (Q2: 7,5 mio. kr.)

I top 5 er BE Group gledet ud efter lidt gevinsthjemtagning og erstattet med NKT Holding. Herudover er der ikke sket de store ændringer i nogen af positionerne.

Sammenligning med andre investeringsforeninger

Investeringsforeningens afkast på -17,1% i 1. halvår ligger på linie med vores nærmeste small cap peers. Investeringsforeninger der investerer bredt i danske aktier har klaret sig noget bedre, hvilket afspejler large cap-aktiernes væsentlig bedre performance i perioden.

Bestyrelsens og ledende medarbejderes ejerandel

Ved udgangen af juni 2008 var bestyrelsens og ledende medarbejderes samlede ejerandel af Investeringsforeningen på 14,9%, svarende til en kursværdi på 43,2 mio. kr.

Bestyrelsens og ledende medarbejderes beholdning af investeringsbeviser pr. 30.06.08			
Antal beviser, stk.	Værdi, mio. kr.	Ændring siden 31.03.08, stk.	% af kapital
4.547	43,2	+34	14,9%

Peer group	2008 2. kvartal	2008 å.t.d.	05.05.06- 30.06.08	12 mdr. p.a.	36 mdr. p.a.	60 mdr. p.a.
Investeringsforeningen SmallCap Danmark	-2,6%	-17,1%	-2,4%	-29,4%	-	-
BankInvest Danske Small Cap Aktier	-5,5%	-22,2%	-12,5%	-32,7%	4,6%	21,9%
Danske Invest Select Danske Small Cap	-5,2%	-18,8%	-8,2%	-30,0%	11,0%	24,7%
Dexia Invest Danske Small Cap Aktier	-1,6%	-11,9%	-2,5%	-25,8%	11,8%	26,6%
ABN AMRO Danmark	-2,3%	-11,8%	-10,3%	-19,3%	5,9%	18,4%
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	-2,7%	-11,6%	3,0%	-16,3%	12,9%	22,5%
Danske Invest Danmark	-3,1%	-13,4%	0,9%	-18,9%	11,4%	19,7%
LD Invest Danske Aktier	-3,5%	-11,9%	5,8%	-17,9%	-	-
Nykredit Invest Danske Aktier	-2,6%	-12,4%	-3,6%	-19,3%	9,9%	21,5%
SEBinvest Danske Aktier	-2,7%	-11,8%	5,0%	-16,3%	15,1%	26,5%

Kilde: Egne beregninger og FundCollect

Delårsrapport 2. kvartal 2008

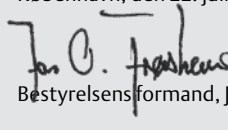
	2008 2. kvartal t.kr.	2008 å.t.d. t.kr.	2007 2. kvartal t.kr.	2007 å.t.d. t.kr.
Resultatopgørelse				
Renter og udbytter	4.677	5.852	4.203	5.117
Kursgevinster og kurstab	-11.001	-65.410	43.232	59.981
Administrationsomkostninger	-1.104	-2.142	-1.636	-5.519
- Heraf ord. driftsomkostninger	-1.104	-2.142	-1.252	-2.355
- Heraf bonus	0	0	-383	-3.163
Resultat før skat	-7.428	-61.700	45.799	59.580
Skat	-202	-202	-184	-184
Nettoresultat	-7.630	-61.902	45.615	59.396
Balance				
Likvider	57.144	57.144	69.141	69.141
Kapitalandele	237.814	237.814	401.425	401.425
Andre aktiver	316	316	5.593	5.593
Aktiver i alt	295.274	295.274	476.159	476.159
Medlemmernes formue	289.341	289.341	465.957	465.957
Hensatte forpligtigelser	0	0	0	0
Anden gæld	5.933	5.933	10.201	10.201
Passiver i alt	295.274	295.274	476.159	476.159
Nøgletal				
Afkast	-2,6%	-17,1%	10,9%	15,0%
Resultat, kr. pr. andel	-250	-2.030	1.359	1.769
Omkostningsprocent, excl. bonus	0,36%	0,69%	0,27%	0,54%
Omkostningsprocent, incl. bonus	0,36%	0,69%	0,36%	1,26%
Indre værdi, kr. pr. andel pr. 30.06.08	9.491	9.491	13.879	13.879
Børskurs, kr. pr. andel pr. 30.06.08	9.903	9.903	13.867	13.867
Cirkulerende andele, utimo	30.487	30.487	33.572	33.572

Ledelsespåtegning

Ledelsen har dags dato behandlet og godkendt delårsrapporten for perioden 1. januar – 30. juni 2008 for Investeringsforeningen SmallCap Danmark.

Delårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. samt yderligere oplysningskrav til delårsrapporter for børsnoterede investeringsforeninger.

København, den 22. juli 2008


Bestyrelsens formand, Jan O. Frøshaug

Den anvendte regnskabspraksis i delårsrapporten er i overensstemmelse med den, der er anvendt i årsrapporten for 2007. Delårsrapporten er ikke revideret.

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


Direktion, Christian Reinholdt

Investment cases

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 turnkey-andelen 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.

Egetæpper

Investeringen i Egetæpper bygger på en forventning om høj indtjeningsvækst gennem en øget salgssindsats og en bedre udnyttelse af selskabets moderne og fleksible produktionsapparat, der har en betydelig uudnyttet 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.

Solar

Solar er en investering i relativ høj vækst drevet af nye produktområder, størrelsesfordele 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.

Rockwool

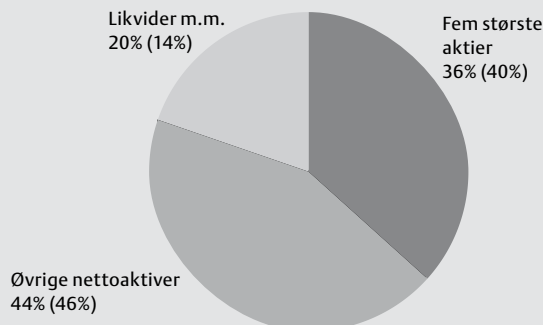
Rockwool er en attraktiv langsigtet case på grund af stigende behov for isolering. På kort sigt lider Rockwool dog under forværring af byggekonjunkturerne og kraftigt stigende input omkostninger, herunder voldsomt stigende kokspriser. Det giver et stort nedadgående pres på indtjeningsmarginalerne, der kan fortsætte ind i 2009. Vi regner ikke med vækst i omsætningen i 2008. Vesteuropa vil gå tilbage, mens der fortsat vil være høj vækst i Central- og Østeuropa. Salgspriserne steg med over 10% i 2007, der vil have en spill-over effekt på ca. 2% i 2008. Salgspriserne er ikke under pres. EU's nye byggeregulativ om bygningers samlede energiprformance vil blive en væsentlig driver af de kommende års vækst. Bygningers energiforbrug står for 40% af CO2 udslippet i Europa og isolering kan være en stor bidragsyder til den ønskede reduktion. De høje energipriser er en anden væsentlig driver på lang sigt, men de store stigninger i kokspriserne (foundry coke) skønnes at fjerne 3,5%-point af bruttomarginalen i 2008. Eksponeringen til Østeuropa vil ligeledes fortsætte med højt vækstbidrag. 2008 vil være et mellemår efter det usædvanlige rekordår 2007.

NKT Holding

NKT har en førende markedsposition inden for både Cables, Nilfisk Advance (rengøringsmaskiner) og Flexibles. Forretningsmodellen er ikke særligt kapitalintensiv og cash flow genereringen er relativt stærk. NKT Cables vil i mange år fremover få stor glæde af en strukturel drevet vækst, dels fra årtiers underinvestering i de europæiske kraftværker, dels fra Øst- og Centraleuropa. Nilfisk Advance opererer i modne markeder. Selskabet klarer sig forbavsende godt under de svækkede konjunkturer grundet fokuseringen på professionel rengøring segmentet. NKT Flexibles nyder godt af stor efterspørgsel fra olieselskaberne. Den høje oliepris har en positiv indvirkning på dette forretningsområde. Det er meget lovende med den netop indgåede 3-årige rammeaftale med det brasilianske olieselskab Petrobras (værdi op mod 1,4 mia. kr.). Vi regner med en vækst i omsætningen på 10% for 2008.

En komplet fortegnelse over aktier og andre finansielle instrumenter kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Selskab	Andel af formuen 30.06.08	Afkast i 1. halvår mio. kr.	Afkast i 1. halvår %
FLSmidth	9,5%	-0,1	-0,4%
Egetæpper	8,6%	-10,5	-29,9%
Solar	7,8%	-10,7	-34,7%
Rockwool	5,4%	-11,8	-47,8%
NKT	5,3%	-1,0	-16,7%
Fem største i alt	36,6%	-34,1	



Note: Andele pr. 30. juni 2007 er angivet i parentes. Foreningen ejer ikke aktier eller finansielle instrumenter der ikke er børsnoterede.