



ÅRSREDOVISNING
2000/2001


SVOLDER



SVOLDER

Svolder är platsen för det sjöslag år 1000
då Sven Tveskägg och Olof Skötkonung
besegrade den norske kungen Olav Tryggvason.
Dess läge är omtvistat men är sannolikt
i närheten av ön Ven i Öresund.
Silvermyntet på framsidan är samtida,
och funnet vid Birka i Uppland.

SVOLDER ÅRSREDOVISNING

Bolagsstämma och ekonomisk information	4
Sammandrag och nyckeltal	5
VD har ordet	6
Svolderaktien	8
Portföljpolitik	10
Aktieportföljen	12
– Analys av värdeförändring	14
– Portföljförändringar	20
– Aktieportföljen 2001-08-31	23
Portföljinriktning 2001/2002	24
Riskanalys	29
Skatteregler och frivillig likvidation	32
Definitioner	34
Bolagspresentationer	35
Förvaltningsberättelse	43
Resultaträkning och kassaflödesanalys	46
Balansräkning	47
Bokslutskommentarer	48
Revisionsberättelse	53
Styrelse och revisorer	54

BOLAGSSTÄMMA

Ordinarie bolagsstämma hålls torsdagen den 15 november 2001 klockan 17.00, Konferenshallen Polstjärnan, Sveavägen 77, Stockholm.

Deltagande

Aktieägare som önskar delta i stämman skall

- dels vara införd i eget namn i den av Värdepapperscentralen, VPC AB förda aktieboken senast måndagen den 5 november 2001.
- dels anmäla sitt deltagande under adress: Svolder AB, Box 70431, 107 25 Stockholm, eller per telefon 08-440 37 74 eller fax 08-440 37 78 senast klockan 16.00 måndagen den 12 november 2001. Anmälan kan även göras via hemsidan på www.svolder.se eller via e-mail: info@svolder.se

Förvaltarregistrerade aktier

För att äga rätt att delta i bolagsstämman måste aktieägare som låtit förvaltarregistrera sina aktier tillfälligt inregistrera aktierna i eget namn hos VPC. Aktieägare som senast måndagen den 5 november 2001 önskar verkställa sådan omregistrering måste underrätta förvaltaren om detta i god tid.

Utdelning

Som avstämningsdag för utdelning föreslås tisdagen den 20 november 2001. Om bolagsstämman beslutar enligt förslaget beräknas utdelningen sändas ut genom VPCs försorg fredagen den 23 november 2001.

EKONOMISK INFORMATION

- 15 november 2001
Ordinarie bolagsstämma
- 17 december 2001
Delårsrapport 1, 1 september 2001–30 november 2001
- Mitten av mars 2002
Delårsrapport 2, 1 september 2001–28 februari 2002
- Mitten av juni 2002
Delårsrapport 3, 1 september 2001–31 maj 2002
- Slutet av september 2002
Bokslutskommuniké för 1 september 2001–31 augusti 2002
- Månadsskiftet oktober–november 2002
Årsredovisning för 2001/2002

Delårsrapporterna publiceras även på engelska.

Svolders substansvärde, beräknat utifrån föregående fredags senaste betalkurser (köpkurs om betalkurs saknas för aktieinnehaven), offentliggörs varje måndag genom Nyhetsbyrån Direkt, Reuters samt Stockholmsbörsen. Rapporterna och Svolders publicerade substansvärden finns även tillgängliga på Svolders hemsida www.svolder.se.

VERKSAMHETSÅRET 1 SEPTEMBER 2000–31 AUGUSTI 2001

- Substansvärdet har under året minskat med 35,9 procent till 61,80 SEK per aktie. Samtidigt sjönk jämförelseindex CSX med 34,5 procent. Förändringarna inkluderar utdelning.
- Börskursen för B-aktien föll 9,4 procent, justerat för lämnad utdelning, till 71,50 SEK per aktie. Den så kallade substansvärdepremien var på balansdagen 16 procent.
- Styrelsen föreslår en utdelning om 3,50 SEK per aktie.
- Redovisningsprinciperna har förändrats. Samtliga placeringstillgångar värderas till marknadsvärden, varvid full överensstämmelse råder mellan resultat- och balansräkning oavsett om vinster/förluster på aktieinnehav realiserats eller ej.

NYCKELTAL¹⁾ – TRE VERKSAMHETSÅR

	Verksamhetsåret 2000/2001			Verksamhetsåret 1999/2000			Verksamhetsåret 1998/1999		
	MSEK	SEK/Aktie	%	MSEK	SEK/Aktie	%	MSEK	SEK/Aktie	%
RESULTATINRIKTADE									
Substansvärdeförändring	-553,5	-43,20	-41,2	396,7	31,00	41,8	25,6	2,00	2,8
Utbetald utdelning	70,4	5,50	5,2	54,4	4,25	5,8	54,4	4,25	5,9
Summa substansvärdeförändring	-483,1	-37,70	-35,9	451,1	35,20	47,6	80,0	6,30	8,7
Akkumulerat sedan bildandet	796,3	62,20	249,0	1279,4	100,00	400,0	828,3	64,70	259,0
Carnegie Small Cap Index ²⁾			-36,5			61,6			6,0
Akkumulerat sedan bildandet			184,4			348,0			177,0
B-aktiens kursutveckling	-172,8	-13,50	-15,9	281,6	22,00	34,9	-121,6	-9,50	-13,1
Utbetald utdelning	70,4	5,50	6,5	54,4	4,25	6,8	54,4	4,25	5,9
Totalavkastning	-102,4	-8,00	-9,4	336,0	26,30	41,7	-67,2	-5,30	-7,2
Akkumulerat sedan bildandet	920,0	71,90	288,0	1022,4	79,90	320,0	686,4	53,60	215,0
Vinst efter skatt ³⁾	-483,1	-37,70		451,1	35,20		80,0	6,30	
Utdelning	44,8 ⁴⁾	3,50 ⁴⁾		70,4	5,50		54,4	4,25	
Aktieportföljens direktavkastning	24,1	1,90	1,8	28,1	2,20	3,0	28,7	2,20	3,1
Vidareutdelningsandel			186			251			189
Portföljens omsättningshastighet			53			89			62
Förvaltningskostnader	12,0	0,90	1,1	9,6	0,80	0,8	12,8	1,00	1,4
KAPITALINRIKTADE									
Substansvärde	791,6	61,80		1345,1	105,10		948,4	74,10	
Börsvärde (B-Aktien)	915,2	71,50		1088,0	85,00		806,4	63,00	
Substansvärderabatt (-)/ -premium (+)			15,6			-19,0			-15,0
Utdelningsandel			5,7			5,2			5,7
Direktavkastning			4,9			6,5			6,7
Likviditet			11,0			7,2			2,7
Soliditet			100,0			100,0			99,0

¹⁾ Definitioner av nyckeltal redovisas på sidan 34.

²⁾ Detta index tar ej hänsyn till utdelning, vilket skulle höja avkastningen ca 2 procent per år.

³⁾ Justerat för ny redovisningsprincip.

⁴⁾ Styrelsens förslag.

VD HAR ORDET

Svolders åttonde verksamhetsår är till ända. Det var verksamhetsåret då utvecklingen under de första sju goda åren dramatiskt bröts – en tidsperiod då den ursprungliga emissionen återbetalades genom aktieutdelningar samtidigt som förvaltningskapitalet ändå fyrfaldigades. Förhoppningsvis finns inga religiösa liknelser, som att verksamhetsåret 2000/2001 skulle utgöra början på sju svåra år. I årets årsredovisning argumenteras på ett antal platser varför börserna bör vända något eller några kvartal innan världskonjunkturen gör det. Kanske har det redan inträffat, jag tror i varje fall inte att det är långt borta. Men det har sagts tidigare under året, så självkritik och ödmjukhet är naturligtvis befogad.

Stå upp för marknadsekonomi

Det kan också låta cyniskt men krigs- och terrorhandlingar, hur tragiska de än må vara, brukar inte få några långvariga ekonomiska effekter. Möjligen finns inte någon historisk erfarenhet av vilken inverkan terrorhandlingar av nu skadat slag får på konsumtion, sparande, frihandel, kommunikationer och utbildning. Men, konsekvenserna för tillväxten i världsekonomi av samordnad och mycket expansiv amerikansk finans- och penningpolitik torde å andra sidan överträffa det mesta.

Vi kapitalmarknadsföreträdare har, anser jag, ett ansvar i nuvarande situation att informera om de långsiktiga fördelar som sparformen aktier besitter. Det är inte för att skönmåla eller för att förklara bort dåliga placeringar. Terrorhandlingarna har riktats mot det ekonomiska system som skapat välstånd i den fria världen. Det är ett ekonomiskt system värt att försvara.

Sänkt portföljvärde

Svolders portföljpolitik har inte varit så framgångsrik under verksamhetsåret. Även om vi inte markant avviker från jämförelseindex och klarat oss väl jämfört med flertalet småbolagsfonder, så känns det mycket otillfredsställande att presentera ett utfall där mer än en tredjedel av verksamhetsårets ingående substansvärde har förlorats. De absoluta förlusterna är hänförliga till olika IT- och telekomaktier. Jag tycker ändå att det bör poängteras att tillväxtbolagen kommit för att stanna som ett väsentligt inslag på den svenska småbolagsmarknaden. Styrelsen och ledningen diskuterade för två år sedan den långsiktiga placeringsinriktningen, med särskild tonvikt på tillväxtbolag inom TIME-sektorerna telekom, informationsteknologi, media och underhållning ("entertainment"). Då slogs fast att Svolder aktivt skulle bevaka dessa sektorer och att bolagets förvaltningsresultat även fortsättningsvis skulle utvärderas efter ett aktierelaterat jämförelseindex (CSX) – inte efter ränte- eller inflationsstyrda jämförelser. Flera av placeringarna har detta år varit direkt dåliga. Vår analys har ibland brustit, TIME-bolagens egna framtidsbedömningar har ofta varit ljusår från verkligheten och analytikernas råd har inte varit till mycket hjälp.

Aktiemarknadens tudelning

Aktiemarknaden har, enligt mitt förmenande, blivit allt mer binär – dvs dataspråk där allt kan beskrivas som 0 eller 1 men inget mitt emellan. Antingen råder optimism eller pessimism. Det kan gälla världens börser, branscher eller individuella aktier. Orsaken är troligtvis den höga graden av indexering, att mäklarhusens egenhandel multiplicerar de stora placerarnas handelssignaler, att marknadsföringen av fonder koncentreras på de med bäst kortfristig performance och att den tekniska analysen bygger på trendanalys. Sammantaget leder detta till att förvaltarna i mindre utsträckning kan agera självständigt. Förvaltare har direktiv att följa. Har andelsägare, sparare av pensionsfonder eller aktieägare placerat pengarna i en tydligt angiven aktieprodukt skall förvaltaren självfallet följa den fastslagna placeringsinriktningen. Valet av placeringsinriktning och därmed valet av finansiell risk har samtidigt vältrats över från traditionella förvaltare som försäkringsbolag till den enskilde placeraren, utan att han/hon kanske riktigt är medveten om det. Jag tycker mig också se att de förvaltare som har de bredaste mandatet över tiden är de mest framgångsrika – särskilt i dåliga börstider. Svolders frihetsgrader är i kraft av nischaktör på aktiemarknaden begränsade – men inte så begränsade att bolagets portfölj skall se ut som en indexfond. När den svenska småbolagsmarknaden – där tillväxtbolag inom TIME-sektorerna på senare år vuxit sig allt starkare – faller kraftigt i värde är det naturligt att en spridd och vanligtvis fullinvesterad aktieportfölj också gör det.

Aktiemarknadens tudelning ger sig uttryck i att placerarna skyr de tidigare så efterfrågade TIME-aktierna till förmån för defensiva aktier inom branscherna läkemedel, bank och konsumentvaror, men även cykliska bolag inom skogs-, verkstads- och råvaruindustrin. Verkligheten förändras då för de företag som under flera år drivits av höga tillväxtkrav, utan brist på pengar, och med en företagskultur ledd av visionärer som alla drivits av tesen "the winner takes it all". Bristande industriell erfarenhet hos ledningar och styrelser i kombination med tystlåtna ägare har möjliggjort detta – inte bara i Sverige, utan i hela västvärlden. När dessa företag nu tvingas notera att riskkapital är en mycket central restriktion uppstår identitetsproblem. På samma sätt som det tidigare fanns anledning att ifrågasätta de höga värderingarna på ett antal TIME-bolag, börjar värderingarna av flera av dessa idag bli attraktiva utifrån traditionella nyckeltal som omsättning, normaliserad vinst, kassaflöde samt till och med substansvärde – utan särskild premie för tillväxt. Precis som för två år sedan, när psykologi och momentum lät styra placerarna till TIME-aktier, styr samma faktorer idag i motsatt riktning. Utvecklingen av ny teknologi kommer att fortsätta. Behoven av administrativa och industriella effektiviseringar snarare förstärks än mattas av i den globala ekonomin. Någon "ny ekonomi" är det inte fråga om, däremot kommer de "gamla företagen" i stor utsträckning utnyttja de olika nya tekniska hjälpmedel som erbjuds.

Sunda finanser, positiva kassaflöden, god kontroll och starka marknadspositioner kommer att vara centralt för värderingarna ytterligare en tid. I nuvarande marknad kommer nyemissioner, vare sig de är riktade, normala eller garanterade att vara mycket dyrbara för existerande aktieägare.

Positiva händelser

Värderingen av Svolderaktien har varit det största glädjämnet under verksamhetsåret. B-aktien har genomsnittligen handlats med en premie i förhållande till substansvärdet. Jag bedömer att bolagets konsistenta utdelningspolicy utgör den främsta förklaringen – värdet av aktieutdelning är extra väsentligt i turbulenta börstider.

Störst uppmärksamhet fick Svolder kanske för arbetet kring Lindab i samband med att ett offentligt bud lämnades på bolaget. Tillsammans med sex andra institutioner på den svenska aktiemarknaden ifrågasattes föreslagen budpremie mellan A- och B-aktier. Genom det samlade motståndet lyckades vi få budgivaren att acceptera att börspraxis för svenska noterade bolag skulle gälla, inte dansk praxis eller ägarmentalitet, och därmed kunde budet på B-aktierna höjas. En maximal premie mellan A- och B-aktier om 10 procent vid bud är nu förhoppningsvis etablerad – personligen skulle jag gärna se att samarbetet mellan svenska institutioner fortsätter och inriktas på att skillnaden helt försvinner.

Redovisningen mer informativ

Sedan Svolders första delårsrapport 1993 har vi pratat om ”substansvärdebidrag” – alltså förändringen av Svolders substansvärde som en aktie, en bransch eller hela portföljen skapat under en redovisningsperiod, oavsett om värdeförändringen varit realiserad eller inte. Genom att den svenska årsredovisningslagen inte medger att kontinuerligt och individuellt marknadsvärdera olika aktieinnehav, har de redovisade resultat- och balansräkningarna kommit att starkt skilja sig från hur de skulle sett ut om värdeförändringarna i stället hade redovisats. Under senare år har Svolder på framskjuten plats i redovisningsmaterialet försökt att klargöra dessa diskrepanser. I detta bokslut tar vi dock, med stöd av bolagets revisorer och nya EU-direktiv, steget fullt ut och börjar marknadsvärdera samtliga innehav. Syftet är att redovisa marknadsvärden och dess förändringar, inte att ha en redovisning som bygger på i vilken utsträckning företagsledningen valt att realisera en vinst eller förlust. Eftersom aktiemarknaderna över tiden tenderar att uppvisa stora kursvariationer, kommer också det redovisade resultatet på detta sätt att starkt variera mellan olika rapportperioder. Genom den veckovisa substansvärdeinformationen redovisas Svolders resultat nu i praktiken veckovis.

Lär av fastighetsbolagen

Under de senaste två åren har fastighetsbolagens aktier kommit i rampluset. Även om Svolder successivt minskat sin exponering i sektorn utifrån bedömningen att kontors- och butikshyrorna under år 2000 sett toppen, tycker jag det är på sin plats att lyfta fram de flesta av dessa företags

ledningarna och styrelser för sin vilja att skapa aktieägarvärde. Informationen om bolagen är oftast förstklassig. Tiden då en nu pensionerad fastighetsbolagsdirektör tyckte att man som analytiker kunde bedöma ett bolags fastighetsbestånd utifrån kommunala handlingar, okulärbesiktning, stegning och grova uppskattningar om hyresnivåer är förbi. Tidigare avsaknad av förståelse för att aktieägare också behöver aktieutdelning är likaså borta. Bolagen har också lärt av nittioalets tidiga och bekymmersamma år – fastighetsbestånd kräver sund direktavkastning och finansiering. Uppfattningen att svenska fastighetsbolag var störst, bäst och vackrast samt skulle erövra världen är sedan länge historia. Många av bolagen har nu endast ett aktieslag. Om börsens värdering är så låg att olika former av aktieinlösen, extrautdelningar eller återköp blir förmånliga för aktieägarna, så genomförs det. Det är min förhoppning att styrelser och ledningar hos dagens krisstämplade företag inom TIME-sektorerna tar lärdom av starkt negativa kassaflöden, dåligt informativa årsredovisningar, svikna och orealistiska framtidsvisioner samt dåligt genomförd ”due diligence” och strategiarbete i samband med förvärv. Det är också tillåtet att räkna och att läsa balansräkningar... Fastighetsbolagens företrädare vore kanske de bästa rådgivarna.



Jag vill avslutningsvis åter uttrycka min och Svolders personals tacksamhet för det förtroende som alla Ni aktieägare givit oss och upprepar att det är långsiktig substansvärdetillväxt – successivt utdelad till Er – som är vårt självklara rättesnöre, såväl i goda som dåliga börstider.

Er tillgivne

Ulf Hedlundh, verkställande direktör

SVOLDERAKTIEN

Svolder investerar huvudsakligen i noterade svenska småbolagsaktier med marknadsvärden under ca 5 800 MSEK (augusti 2001). Beloppsgränsen justeras efter den svenska aktiemarknadens indexutveckling. Med noterade bolag menas de företag som har tecknat noteringsavtal med Stockholmsbörsen. Småbolagen ingår vanligen i Carnegie Small Cap Index – CSX, Svolders jämförelseindex. Maximalt tio procent av Svolders substansvärde kan placeras i icke noterade aktier eller aktier med annan marknadsplats än Stockholmsbörsens A- eller O-lista. Dessa bolag skall förväntas kunna teckna noteringsavtal inom 24 månader från investeringstillfället.

Aktieurvalet

Aktieurvalet sker i huvudsak utifrån ca 240 svenska småbolag med ett sammanlagt börsvärde i augusti 2001 om drygt 220 miljarder SEK, motsvarande 8 procent av det samlade svenska börsvärdet.

Noteringsplats

Svolders A- och B-aktier noteras på Stockholmsbörsens O-lista. Noteringspost är 100 aktier. I likhet med övriga bolag som introducerats på O-listan är Svolderaktiens skattemässiga förmögenhetsvärde noll, enligt nu gällande skatteregler.

Ägarstyrning

Svolder har inga formellt tillsatta nominerings-, ersättnings- eller revisionskommittéer. En ”bonuskommité” med en representant för den kapitalmässigt största ägaren förbereder dock styrelseärenden i incitamentsfrågor, se även sidan 49. Övriga aktuella ägarfrågor behandlas i stället av företrädare för de största aktieägarna. I särskilda fall kan externa bedömare konsulteras, exempelvis Stockholmsbörsen eller Sveriges Aktiesparares Riksförbund. Nomineringar eller synpunkter i dessa ägarfrågor kan även genom brev ställas till styrelsens ordförande under bolagets adress.

Kursutveckling

Årets högsta betalkurs för B-aktien var 98,75 SEK och den lägsta var 62 SEK. På balansdagen var den senaste betalkursen 71,50 SEK. Aktiekursen uppvisar en större rörlighet än jämförelseindex. Kursutvecklingen under året var betydligt bättre än den för CSX. Köpkursen för

VÄRDEFÖRÄNDRING I PROCENT

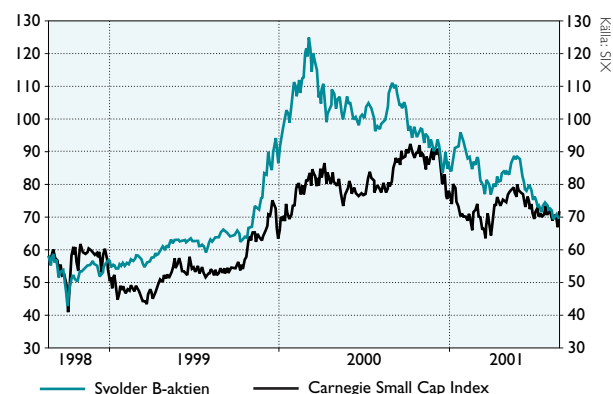
	2000/2001	1999/2000	1998/1999
Svolders aktiekurs (B)			
Exklusive lämnad utdelning	-15,9	34,9	-13,1
Inklusive lämnad utdelning	-9,4	41,7	-7,2
Carnegie Small Cap Index			
Exklusive lämnade utdelningar	-36,5	61,6	6,0
Inklusive beräknade utdelningar	-34,5	63,8	8,2

Källa: SIX, Carnegie och Svolder

Svolders A-aktie var på balansdagen 51 SEK. Dessförinnan var senaste betalkurs för A-aktien 75 SEK. Värdena är i förekommande fall justerade för fondemission 1:1 (januari 2001).

Svolderaktiens direktavkastning är årligen tre till fyra procentenheter högre än den för CSX. För att rättvisande beskriva aktiens utveckling har vidstående tabell och kursdiagram justerats för utdelning.

AKTIEKURS OCH CSX (3 ÅR)



Aktieomsättning och ägarstruktur

Det institutionella ägandet har de senaste tre åren minskat till förmån för enskilt ägande. Antalet aktieägare har under det senaste verksamhetsåret ökat med drygt 500 st till att på balansdagen utgöra ca 7 800 st.

AKTIEFÖRDELNING

Aktieslag	Antal aktier	% av totala antalet	Antal röster	% av totala rösterna
A	1 904 776	14,9	1 904 776	63,6
B	10 895 224	85,1	10 895 224	36,4
Totalt	12 800 000	100,0	29 942 984	100,0

Genom förändring av bolagsordningen kan ägare av A-aktier sedan november 1999 ansöka hos bolagets styrelse att omstämpling av dessa till väsentligt mer omsättningsbara B-aktier. Styrelsen behandlar sådana ansökningar vid ordinarie styrelsesammanträden.

AKTIEOMSÄTTNING (B-aktien)¹⁾

	2000/2001	1999/2000	1998/1999
Genomsnittligt antal omsatta aktier/börsdag	9 291	14 456	13 486
Genomsnittlig omsättning per börsdag, kSEK	770	1 124	879
Genomsnittligt värde per avslut, kSEK	47	46	43
Antal aktier per avslut	564	599	662
Antal avslut per börsdag	16	24	20
Andel börsdagar med avslut i aktien, %	100	100	100
Andel av antalet aktier som omsatts, %	22	34	32

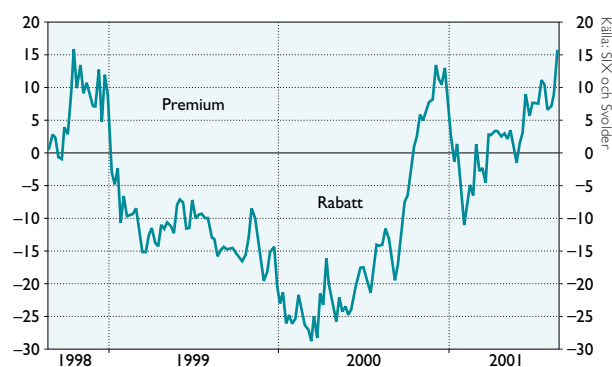
¹⁾ Justerat för fondemission 1:1.
Källa: SIX och Stockholmsbörsen

Svolderaktiens serie B omsattes alla börsdagar under verksamhetsåret. Genomsnittsoomsättningen mätt efter antal aktier har minskat det senaste året. Antalet aktier per avslut har successivt minskat, vilket avspeglar bolagets ägarstruktur med en ökad andel privatpersoner.

Substansvärderabatt/premium

Om substansvärdet för ett investmentbolag överstiger bolagets börsvärde existerar en substansvärderabatt, omvänt en premium. Börskursen avspeglar aktiemarknadens värdering av bolagets tillgångar, framtidsmöjligheter och skötsel. Substansvärderabatten har i Svolders fall under verksamhetsåret varierat från -20 till +16 procent, med en genomsnittlig premium om 2 procent. Substansvärdepremierna var på balansdagen 16 procent.

SUBSTANSVÄRDERABATT/PREMIUM I PROCENT



Värdebefrämjande åtgärder

Redan vid bildandet vidtogs ett antal åtgärder i syfte att minimera, och om möjligt eliminera, den så kallade substansvärderabatten. Dessa, successivt förtydligade, hörnstenar är:

- inga aktieinnehav förknippade med maktambitioner
- placeringar endast i svenska småbolagsaktier
- hög utdelningsandel
- veckovis offentliggörande av substansvärdet
- aktieportföljen består nästan uteslutande av marknadsnoterade värdepapper
- förenklat likvidationsförfarande

Utdelningspolicy

Svolders utdelningspolicy lyder: "minst fem procent av bolagets utgående substansvärde skall årligen tillföras aktieägarna i form av utdelning". Genom kopplingen till substansvärdet strävar policyn till ökad utdelningsstabilitet över en konjunkturcykel. Aktiemarknaden ges dessutom goda prognosförutsättningar.

Policyn förutsätter att utdelningsbara medel finns enligt fastställd balansräkning, att starkt negativa effekter för bolaget inte uppstår genom utdelningen eller att aktiemarknadens avkastningskrav inte dramatiskt förändras.

Substansvärdeinformation

Svolders substansvärde offentliggörs varje måndag av Nyhetsbyrån Direkt och Reuters. Informationen tillställs även övriga affärsmedia liksom Stockholmsbörsen. Substansvärdet anges likaså på bolagets hemsida på internet www.svolder.se i anslutning till offentliggörandet.

ÄGARSTRUKTUR 2001-06-30¹⁾

Ägare	A-aktier	B-aktier	Antal aktier	Röster %	Kapital %
Sjätte AP-fonden	638 600	1 626 900	2 265 500	26,8%	17,7%
AMF Pension	40 000	1 151 200	1 191 200	5,2%	9,3%
Ernstströmgruppen	932 600	41 600	974 200	31,3%	7,6%
Svenska Röda Korset		80 000	80 000	0,3%	0,6%
Rosengren Kathrine	25 600	40 200	65 800	1,0%	0,5%
Nilsson Magnus	29 600	35 400	65 000	1,1%	0,5%
Hilding Ingeborg o Sven	42 000	10 000	52 000	1,4%	0,4%
Sjögren Per		44 000	44 000	0,1%	0,3%
Nilsson Bo J O		42 000	42 000	0,1%	0,3%
Judiska Församlingen		40 000	40 000	0,1%	0,3%
Summa tio största	1 708 400	3 111 300	4 819 700	67,5%	37,7%
Utl ägare och förvaltare	4 000	117 540	121 540	0,5%	0,9%
Övriga (ca 7 800 st)	192 376	7 666 384	7 858 760	32,0%	61,4%
Totalt	1 904 776	10 895 224	12 800 000	100,0%	100,0%
Röstetal per aktie	10	1			

¹⁾ Källa: Värdepapperscentralen VPC AB, samt därefter kända förändringar. Andelen institutionellt ägande utgör ca 28 procent (33 procent) av aktiekapitalet och ca 32 procent (36 procent) av röstetalet.

PORTFÖLJPOLITIK

Svolder placerar i aktier, eller aktierelaterade instrument såsom konverteringslån, teckningsoptioner m.m, i svenska noterade bolag med ett marknadsvärde i dagsläget inom intervallet ca 120 till 5800 MSEK. Placeringsintervallet justeras efter den svenska aktiemarknadens värdeutveckling.

Aktieurvalet sker utifrån ett bolagsscenario över långsiktig lönsamhet, tillväxt och utdelningskapacitet, under beaktande av finansiell och operationell risk. Analysen baseras på fundamental värderingsmetodik samt ett omvärldsscenario för konjunkturlägen, ränteförväntningar och valutabedömningar. Aktieportföljen är ingen indexportfölj. Vid uppbyggnaden av denna tas emellertid hänsyn till den portföljrisk som olika strategier och aktieurval kan medföra. Detta kan resultera i relativa portföljöverväganden. Härutöver är fem kriterier centrala för att bedöma placerarnas risk som aktieägare, nämligen det individuella bolagets:

- koncentration mot kärnverksamheten
- faktiska utdelningspolitik
- ledning och styrelse
- respekt för minoritetsaktieägare
- aktiers omsättningsbarhet

Portföljbeslut fattas på strikt kommersiella grunder utifrån samtliga aktieägares intresse.

Utvärdering

Målsättningen är att över tiden ha en bättre kapitalavkastning än den underliggande svenska småbolagsmarknaden mätt som CSX (Carnegie Small Cap Index), vilket är ett värdeviktat index för svenska småbolagsaktier noterade vid Stockholmsbörsen.

Onoterade bolag

Maximalt tio procent av Svolders substansvärde kan placeras i aktier, eller aktierelaterade instrument, som ej är noterade vid Stockholmsbörsen. Berörda bolag skall inom tjugofyra månader från investeringstillfället ha förutsättningar och ambitioner att teckna noteringsavtal med Stockholmsbörsen.

Portföljstruktur

Svolder kommer i normalfallet inte att äga mer än 15 procent av ett bolags aktier. Ej heller kommer någon aktiepost motsvara mer än 15 procent av det samlade portföljvärdet. Avvikelser skall vara tillfälliga och endast vara motiverade om starka kommersiella hänsyn talar härför. Antalet bolag i portföljen är normalt ca 30 stycken.

Likviditet

Likvida medel förvaltas hos svenskt bankinstitut, eller hos av styrelsen godkänt värdepappersbolag, eller i värdepapper där emittentens betalningsförmåga är mycket god (företrädesvis statspapper). Likviditeten kommer i normalfallet att understiga 10 procent, under beaktande av den mindre omsättningsbarhet som kännetecknar små-

bolagsaktier samt med hänsyn tagen till att bolagets utdelningspolitik skall kunna uppfyllas.

Valutor

Svolder spekulerar inte i valutaförändringar genom valutahandel eller särskilda valutapositioner. Bolagets valutasynt skall i stället avspeglas i de vinstantaganden som görs i de enskilda aktieanalyserna, och som därigenom utgör en delfaktor vid aktieurvalet.

Belåningsmöjligheter

Skattesituationen för ett investmentbolag stimulerar till viss belåning. Svolder kan, om förutsättningar bedöms som lämpliga, ha en nettoskuldssättning om maximalt 33 procent av bolagets tillgångar. Inom ramen för den löpande förvaltningen kommer belåning dock tillämpas restriktivt och har hittills i praktiken aldrig förekommit.

Derivat, garantier, aktieutlåning med mera

Svolder använder i begränsad utsträckning derivat, dvs optioner, terminer etc, i den mån det är lämpligt och möjligt, för att effektivisera förvaltningen, för att skydda bolagets tillgångar samt för att höja avkastningen. Bolaget kan delta i garantikonsortier för nyemissioner och låna ut aktier om det är kommersiellt betingat. Derivatmarknaderna i småbolagsaktier är vanligen mycket illikvida, vilket begränsar möjligheterna att utnyttja dessa. Styrelsens placeringsinstruktion reglerar nivån på möjligt utnyttjande av nämnda finansiella instrument.

Svolders roll som aktieägare

Svolder anser att de verksamheter som inryms under respektive aktie/företagsgrupp sköts och styrs bäst av erfarna branschmänniskor. Svolder önskar därför i normalfallet ingen styrelserepresentation. Detta innebär inte att Svolder är en passiv ägare. Företrädare för bolaget besöker regelbundet aktuella verksamheter och håller en dialog med företagsledning och övriga större ägare. Speciell vikt läggs vid att diskutera informationsfrågor kring aktiemarknaden. Svolder deltar, på eget eller andras initiativ, i portföljbolags nomineringsprocesser men önskar vanligen inte medverka i stämموvalda nomineringskommittéer då sådana bör representera en aktuell ägarkrets – ej en historisk.

Svolder delar den allt mer utbredda uppfattningen att större aktieägare också måste ta ansvar för att aktivt framföra befogad kritik till företagsledning och styrelser.

Styrelsens roll

Styrelsens uppgift är att – mellan bolagsstämmorna – styra förvaltningsverksamheten så att förutsättningar finns för att skapa mervärden, samt att kontrollera att verksamheten bedrivs i alla aktieägares intresse. Styrelsen anser att det gemensamma ägarintresset bäst tillvaratas då portfölj- och övriga verksamhetsbeslut fattas självständigt. Därför har styrelsen sedan bolagets bildande fäst stor vikt vid integritetsfrågor och intressekonflikter, vilka inte är onaturliga på

en liten finansiell marknad som den svenska. Eventuella transaktioner med närstående utgör vidare en väsentlig punkt i revisorernas löpande granskningsarbete.

Styrelsen fastslår en placeringsinstruktion, samt övriga behörighetshandlingar, för verkställande direktören och övriga befattningshavare. Verkställande direktören ansvarar för den löpande aktieförvaltningen och rapporteringen av densamma till styrelsen. Styrelsen kontrollerar att placeringsinstruktionen efterlevs och deltar aktivt i strategiska portföljdiskussioner.

Förvaltningsorganisation

Den av styrelsen fastställda placeringsinstruktionen följer den portföljpolitik som presenteras i årsredovisningen. Verkställande direktören ansvarar för den löpande aktieförvaltningen. Två analytiker/förvaltare arbetar tillsammans med VD. Ansvarsfördelningen är uppdelad efter bransch. Genom företagsbesök, skriftliga analyser från olika banker och fondkommissionärer, aktiemarknadskontakter och övrig tillgänglig information gör förvaltarna kontinuerligt bedömningar om värderingen av flertalet av de aktier som ingår i CSX. Utifrån dessa analyser fattas portföljbeslut löpande. En redovisningsekonom och en sekreterare kompletterar förvaltarna i skötseln av bolaget, varvid antalet anställda är fem.

Förvaltningskostnader

Den nuvarande förvaltningsorganisationen beräknas att ha en årlig fast kostnad om drygt 11 MSEK, vilket i förhållande till balansdagens substansvärde utgör ca 1,4 procent. Utöver nämnd fast kostnad kan kostnader tillkomma av incitamentsprogram.

Det är bolagets ambition att ha en fast förvaltningskostnad som understiger motsvarande kostnader för specialiserade aktiefonder som exempelvis småbolagsfonder

samt därutöver att ha en rörlig, i huvudsak prestationsbaserad, ersättning till Svolders personal.

Portföljomsättning

Aktieportföljens omsättningshastighet, dvs försäljningar i förhållande till genomsnittligt substansvärde, har minskat från 0,89 till 0,53 gånger. Den minskade aktiviteten förklaras av en generell sett sämre småbolagsmarknad och därmed minskade möjligheter att genomföra omplaceringar. Verksamhetsårets offentliga bud – på Atle och Lindab - har däremot höjt omsättningshastigheten.

Förvaltningen har omfattat 45 (59) aktier och aktierelaterade instrument, varav 34 (31) kvarstod vid verksamhetsårets slut. Affärsvolymen, dvs köp och försäljningar brutto, har totalt utgjort 1099 (1934) MSEK. Störst har volymen varit i Lindab (114,9 MSEK), JM (83,1 MSEK), Gunnebo (81,7 MSEK) och Beijer Alma (72,4 MSEK).

Courtage

Såsom mäklararvode (courtage) har till banker och fondkommissionärer utbetalats 1,9 (3,2) MSEK; vilket motsvarar en kostnad om 0,17 (0,16) procent av årets affärsvolym. I kostnadsbeloppet ingår även faktiskt eller beräknat arvode vid nyintroduktioner, riktade emissioner eller placeringar av större aktieposter till nettopriser. Kostnadsandelen har påverkats positivt av uppköp, men negativt av att affärer med fondkommissionärer med låga courtagesatser minskat något. Aktiehandel har bedrivits med 14 (16) svenska och utländska mäklarfirmer. Svolders tre största mäklarkontakter hade tillsammans en andel om 57 (50) procent. All aktiehandel sker på strikt kommersiella villkor, där respektive mäklarfirmas affärsförmåga och analyskompetens tillmäts väl så stor betydelse som det synliga courtaget.

AKTIEPORTFÖLJEN

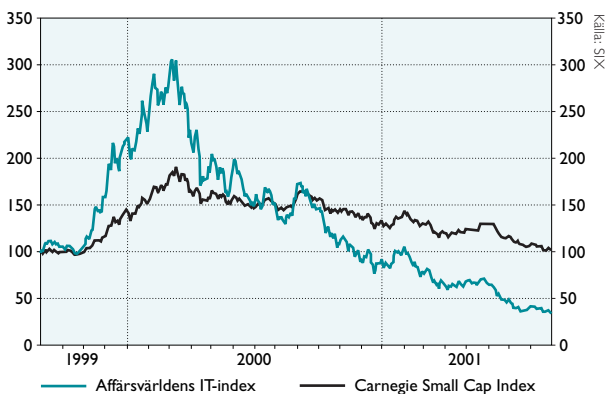
De börsnedgångar som inleddes under våren 2000 har, med små avvikelser, fortsatt under hela verksamhetsåret 2000/2001. Kursfall har förekommit på i stort sett samtliga världens börser. MSCI världsinde, mätt i USD, sjönk 26,4 procent.

VÄRLDSINDEX MSCI



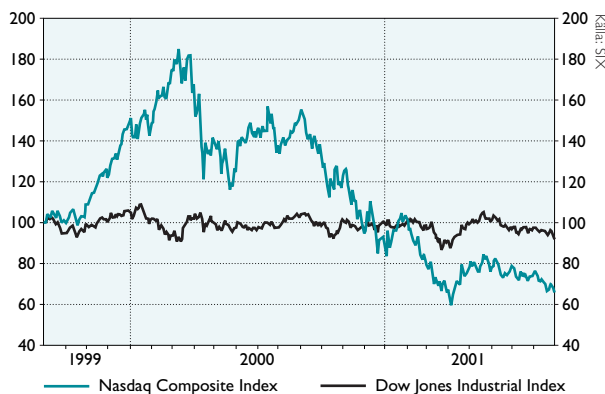
Särskilt har aktier i teknologi- och tillväxtbolag drabbats. Detta är ett omvänt förhållande mot de närmast tidigare verksamhetsåren. Förändringen speglar placerarnas väsentligt sänkta riskvilja samt lägre förväntningar om den framtida tillväxten för världens ekonomier – särskilt inom områden som telekom, internet, IT och media. Kvaliteten på bolagens framtidsbeskrivningar i dessa branscher har varit bristfällig. Detta tillsammans med placerarnas stora fokus på relativ kursutveckling och analytikernas tidigare brist på kritisk analys har skapat den utdragna och kraftiga börsnedgången.

CSX OCH IT (2 ÅR)



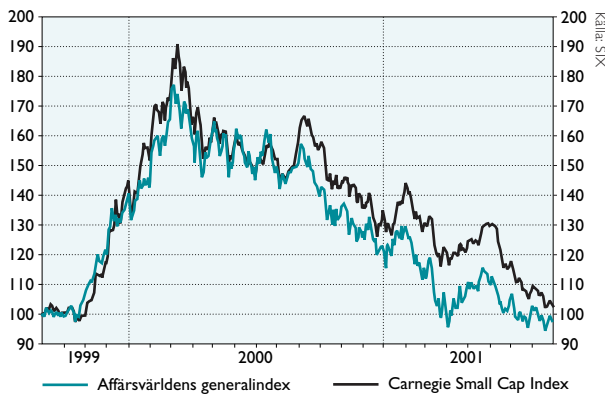
Följaktligen har de av telekom stark beroende börserna i Sverige och Finland, samt teknikbörsen som Nasdaq i USA och Neuer Markt i Tyskland, drabbats hårdast. Affärsvärdens generalindex föll 37,3 procent under verksamhetsåret och Nasdaq hela 57,1. De mer heterogena börserna har inte fallit lika mycket. Exempelvis sjönk amerikanska Dow Jones Industriindex endast 11,7 procent.

NASDAQ OCH DOW JONES INDEX (2 ÅR)



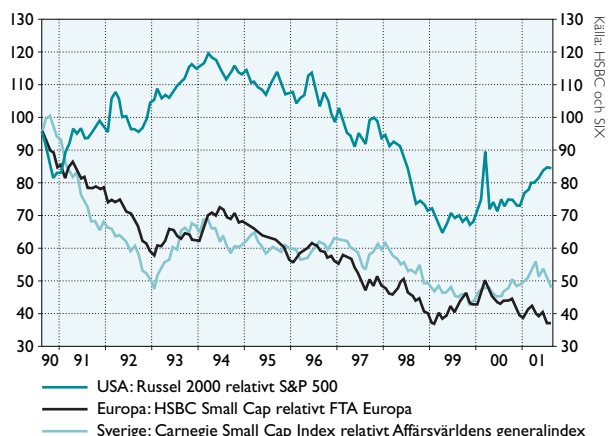
Svenska småbolsaktier har som grupp utvecklats mindre dåligt än motsvarande stora under merparten av börsnedgången. På senare tid har småbolag i allt större utsträckning dock fått se sina börsvärden reduceras. Svolder har under tidigare år presenterat analyser kring småbols långsiktiga kursutveckling i förhållande till de stora. Signifikant för när stora bolag uppvisat merperformance har varit trendmässigt fallande inflation och låga obligationsräntor. Det är därför sannolikt att innan en bred börsuppgång för de svenska småbolagen kommer att kunna upplevas, måste aktier som Ericsson, Volvo, Nokia med flera ha börjat notera kurstillväxt.

CSX OCH AFGX (2 ÅR)



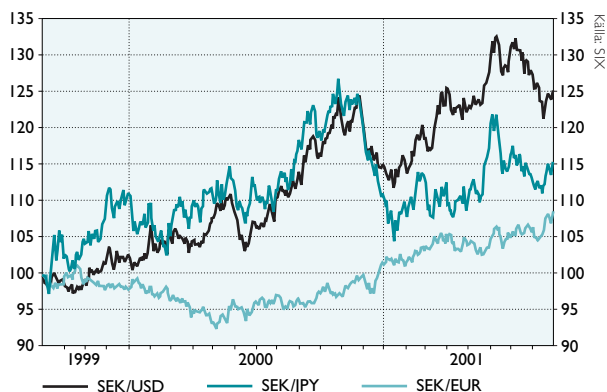
Sett i ett tioårigt perspektiv har den relativa utvecklingen varit negativ för småbolsaktier i såväl Sverige, som i Europa och USA. Under senare år har småbolagens aktier dock utvecklats bättre än de stora bolagens, i synnerhet i USA. Detta stämmer inte med utvecklingstendensen för teknologibolag på exempelvis Nasdaqbörsen. Förklaringen går nog därför att finna i att underliggande aktier i nedanstående index (Russell 2000) är förhållandevis små och mogna företag. Motsvarande kursdiagram för Europa och Sverige visar ett liknande kursmönster. Sett över ännu längre tidsperioder har småbolagens aktier i USA däremot överträffat de stora bolagens.

SMÅBOLAGS- RELATIVT STORBOLAGSINDEX



Den svenska kronan har kraftigt försvagats mot flertalet stora handelspartners valutor. Amerikanska dollar och brittiska pund stärktes drygt 10 procent under verksamhetsåret, men överträffades av Eurons uppgång om 13 procent. Euron har varit särskilt stark under den senare delen av perioden. En trendförändring har inträffat för japanska Yen, som under de närmast föregående åren dramatiskt stärktes mot kronan. Under 2000/2001 föll Yen med 12 procent.

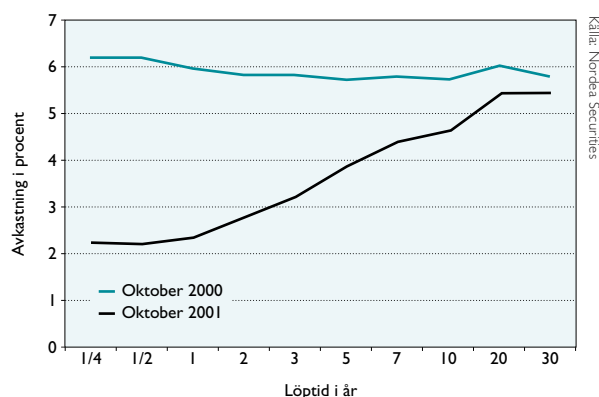
VALUTARÖRELSER (2 ÅR)



Den svenska industrins konkurrenskraft har sålunda förbättrats ytterligare. Detta bör positivt påverka världsmarknadens framtida efterfrågan på svenska varor samt de svenska företagens vinstmarginaler.

Konjunkturutvecklingen har genomgående varit svag och nedgången har under året accelererat i Europa, Asien och Latinamerika. Försvagningen av den amerikanska industrikonjunkturen förefaller att under senare tid ha upphört och sannolikt övergått i en viss förbättring. Osäkerheten ligger i dagsläget snarare i huruvida också konsumentefterfrågan skall genomlida samma kraftiga fall som industrin. Denna osäkerhet har påtagligt förstärkts efter terrorattackerna i USA strax efter verksamhetsårets utgång.

USA: AVKASTNINGSKURVOR FÖR OBLIGATIONER



Den svaga konjunkturen och successivt sjunkande inflation har däremot inneburit sänkta internationella obligationsräntor. Den amerikanska penningpolitiken har i takt med detta blivit allt mer expansiv (sänkta korträntor). I Europa har penningpolitiken inledningsvis karakteriserats som åtstramande, men inriktningen har på senare tid förändrats. Ränteutvecklingen är en central kraft för aktiemarknaderna.

ANALYS AV VÄRDEFÖRÄNDRINGEN

Relativ portföljanslys

Svolders jämförelseindex är Carnegie Small Cap Index (CSX). Indexet är värdeviktat och bestod på balansdagen av 240 aktier fördelade på nio branscher. Vid verksamhetsårets ingång var de tre värdemässigt största branscherna IT, Finans och Industri – endast de två senare vid dess utgång.

BRANSCHERS VIKTER I CSX I PROCENT

Bransch	2001-08-31	2000-08-31	Förändring	Månatligt genomsnitt
Råvaror	10,0	6,8	3,2	7,7
Industri	19,2	20,4	-1,2	22,7
Konsumentvaror	10,1	4,0	6,1	6,0
Hälsovård	13,9	7,2	6,7	11,2
Finans	24,4	21,4	3,0	22,3
IT	11,6	23,8	-12,2	15,9
Telekom	5,0	8,5	-3,5	7,2
Media	3,5	4,4	-0,9	3,9
Tjänster	2,3	3,5	-1,2	3,1
Totalt	100,0	100,0		100,0

Källa: SIX och Svolder

Branschernas vikter förändras till följd av kursförändringar, nyemissioner samt aktier som tillkommer eller försvinner utifrån den rörliga småbolagsgränsen (fn ca 5 800 MSEK). Under verksamhetsåret har andelen hälsovårds- och konsumentvaruaktier ökat beroende på värdestegring. Andelen IT- och telekombolag har minskat utifrån kursfall, medan minskningen av industriaktier hänger samman med uppköp eller att bolagen fått för högt marknadsvärde i förhållande till CSX övre gräns och då lämnat det.

VÄRDEFÖRÄNDRING I PROCENT

	2000/2001	1999/2000	1998/1999
Svolders substansvärde			
Exklusive lämnad utdelning	-41,2	41,8	2,8
Inklusive lämnad utdelning	-35,9	47,6	8,7
Carnegie Small Cap Index			
Exklusive lämnade utdelningar	-36,5	61,6	6,0
Inklusive beräknade utdelningar	-34,5	63,8	8,2

Källa: SIX, Carnegie och Svolder

Svolders substansvärde föll under verksamhetsåret med 35,9 procent, efter återläggning av lämnad utdelning om 5,50 SEK per aktie. Utfallet avviker något från jämförelseindex negativa förändring om ca -34,5 procent, efter justering för beräknade aktieutdelningar hos de underliggande aktierna. Svolders aktieportfölj har varit överviktad mot industri-, konsumentvaru- och telekomföretag, normalviktad mot IT samt underviktad mot övriga fem branscher.

SVOLDERS BRANSCHVISA PORTFÖLJEXPONERING

Bransch	Svolder genomsnittlig portföljvikt, %	Relativ vikt Svolder/CSX ¹⁾	Absolut vikt Svolder-CSX %-enheter ²⁾
Råvaror	4,1	0,5	-3,6
Industri	41,7	1,8	19,0
Konsumentvaror	13,4	2,2	7,4
Hälsovård	0,5	0	-10,7
Finans	12,7	0,6	-9,6
IT	16,1	1,0	0,2
Telekom	10,7	1,5	3,5
Media	0,0	0	-3,9
Tjänster	0,9	0,3	-2,2
Totalt	100,0		0

¹⁾ Svolders branschviktning relativt CSX (genomsnitt). 2,0 innebär dubbel vikt, 1,0 innebär normalvikt och 0 avsaknad av aktier.

²⁾ Svolders branschviktning minskad med CSX, ex 4,0 innebär att portföljen haft fyra procentenheter högre vikt än CSX. Minus anger undervikt.

Källa: SIX och Svolder

Småbolagsaktierna hade sinsemellan starkt varierande kursutveckling under verksamhetsåret. Tre branscher utvecklades väsentligt sämre än det överordnade CSX – nämligen IT, Telekom och Media (TIME-sektorerna). Å andra sidan hade råvaru-, industri-, konsumentvaru- och hälsovårdsföretag väsentligt bättre relativ utveckling. För tre av branscherna – Råvaror, Konsumentvaror och Hälsovård – var utvecklingen dessutom positiv i absoluta tal. Det bör observeras att ingen officiell nedbrytning av CSX finns för olika branscher, och presenterade uppgifter om branschernas performance bygger på beräkningar, uppskattningar och förenklingar gjorda av Svolder.

BRANSCHVIS UTFALL RELATIVT CSX OCH LIKVIDA MEDEL

Bransch	CSX genomsnittlig vikt, %	Relativ bransch-utveckling ¹⁾	Absolut bransch-utveckling ²⁾
Råvaror	7,7	++	+
Industri	22,7	++	-
Konsumentvaror	6,0	++	+
Hälsovård	11,2	++	+
Finans	22,3	+	-
IT	15,9	--	--
Telekom	7,2	--	--
Media	3,9	--	--
Tjänster	3,1	0	0
Totalt	100,0	0	--

¹⁾ Branschens värdeutveckling relativt CSX. Har utvecklingen varit bättre (+) eller sämre (-) än för CSX?

²⁾ Branschens värdeutveckling relativt likvida medel. Om (+) har värden i SEK skapats, om (-) har värden minskat.

Källa: SIX och Svolder

Om aktieportföljens samlade negativa substansvärdebidrag ställs i relation till genomsnittligt placerat kapital under verksamhetsåret 2000/2001, vilket ur avkastnings-synvinkel är det mest rättvisande, framgår det att räntabiliteten för Tjänster och Konsumentvaror varit högst. Lägst har den varit för IT- och Telekomsektorerna. Till följd av att nyplaceringar har gjorts i dessa två branscher,

och börsnedgången varit kraftig, har den ackumulerade nedgången i substansvärdet överstigit det genomsnittligt placerade kapitalet. Beräkningsmässigt skulle detta i tabellen nedan redovisas som en räntabilitet om lägre än -100 procent, vilket logiskt inte är möjligt och därför redovisas som "em". Vidare framkommer i tabellen att portföljens likvida medel förräntats till en genomsnittlig räntesats om 3,8 procent, vilket haft en positiv påverkan på portföljens lönsamhet.

SVOLDER: LÖNSAMHET 2000/2001 PER BRANSCH¹⁾

Bransch	Antal företag	Genomsnittligt placerat kapital (MSEK)	Substansvärdebidrag (MSEK)	Räntabilitet %
Råvaror	2	36,0	6,0	16,6
Industri	14	368,7	4,0	1,1
Konsumentvaror	5	118,5	34,8	29,4
Hälsovård	1	4,1	-2,0	-48,6
Finans	5	112,1	-3,6	-3,2
IT	10	141,9	-347,0	em
Telekom	6	94,6	-171,9	em
Media	-	0,0	-	0,0
Tjänster	2	8,0	5,0	62,7
Summa aktier	45	883,9	-474,7	
Likvida medel		91,4	3,5	3,8
Kostnader			-12,0	
Totalt		975,3	-483,1	

¹⁾ Beräkningen av genomsnittligt kapital görs från utgående månadsvärden.

Vid en analys av förvaltningen bör dels aktiv branschviktning, dels de olika aktieurvalen bedömas. I kommande avsnitt, kommer stor vikt att läggas vid olika aktiers/bolags utveckling. En mer djupgående analys ser också till i vilken utsträckning som Svolders branschexponering varit bra eller dålig. En sådan bedömning ger för handen att aktieförvaltningen som helhet utvecklades ungefärligen som jämförelseindex. Däremot var branschviktningen framgångsrik men inte bolagsurvalet.

OMDÖME OM PORTFÖLJFÖRVALTNINGEN¹⁾

Bransch	Viktning	Aktieurval	Totalt
Råvaror	-	0	-
Industri	++	-	+
Konsumentvaror	++	++	++
Hälsovård	--	--	--
Finans	-	++	+
IT	0	--	--
Telekom	--	-	--
Media	++	0	+
Tjänster	+	+	+
Totalt	+	-	0

¹⁾ Femgradig skala från mycket svagt (--) till mycket bra (++)
Källa: SIX och Svolder

För en sektor var såväl viktning som aktieval utmärkt, nämligen Konsumentvaror (Axfood, JC mfl). Sektorn har tidigare haft svårigheter att entusiasmera placerarna utifrån svag privat konsumtion samt att bolagen är små och aktierna illikvida.

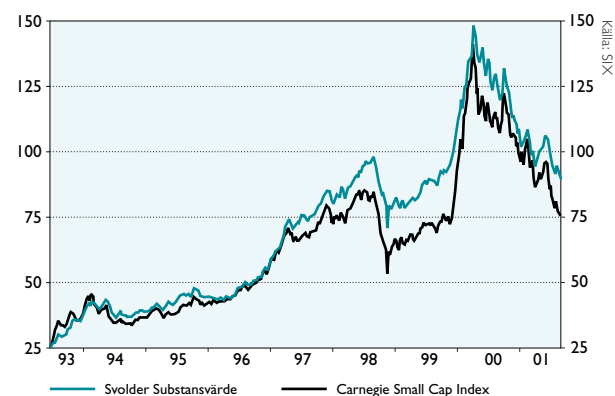
Svolders bedömning att i första hand bioteknikbolagen, men även övriga hälsovårdsföretag, är starkt övervärderade stämde inte överens med aktiemarknadens uppfattning under verksamhetsåret. Den ringa branschexponeringen var felaktig i första hand vad avser vikt, men även aktieurvalet i form av Active Biotech kunde ha varit bättre.

Svolder har under verksamhetsåret varit normalviktat mot IT-företag i förhållande till CSX. Aktieurvalet – exempelvis TurnIT, ReadSoft, Boss Media, Dimension, Frontec och Mind – har däremot varit dåligt. I absoluta tal har i princip alla placeringar i TIME-aktier varit förödande för värdeutvecklingen. Detta avspeglas också i Svolders aktieplaceringar inom branschen Telekom, där framför allt överviktningen varit belastande.

Aktierna inom branscherna Industri och Finans har haft starkt varierande kursutveckling, även om utfallet sammantaget varit väsentligt bättre än CSX. Detta gäller även Svolders portfölj, där goda placeringar i industri-företag som Lindab, JM och G&L Beijer varvats med dåliga i Finnveden, Haldex och Beijer Alma. Inom finanssektorn tillhör fastighetsbolaget LjungbergGruppen vinnarna, medan riskkapitalbolaget Affärsstrategerna placerar sig bland förlorarna.

Ett aktivt val att inte äga mediaföretag har varit lyckosamt, medan undervikten i branschen Råvaror har varit negativt för performance.

SUBSTANSVÄRDE OCH CSX (INKLUSIVE UTDELNING)



Mätt i längre tidsperspektiv har substansvärdeutvecklingen överträffat CSX. Sedan bolagets start i juni 1993 har substansvärdetillväxten varit 249 procent. Jämförelseindex har under samma tid stigit 184 procent, vartill dock skall läggas årliga utdelningar om ca två procentenheter.

Vid en jämförelse med småbolagsfonder som verkat under en längre tidsperiod framstår Svolders relativa värdeutveckling det senaste verksamhetsåret likaså som god.

Absolut portföljanalys

I portföljuppställningen på sidan 23 redovisas Svolders aktieinnehav uppdelat efter bransch. Fördelningen följer Affärsvärldens och CSX under året förändrade branschuppdelning. Branschen Konsumentvaror har skapat det största bidraget till Svolders substansvärde under verksamhetsåret, med en tillväxt om 2,6 procent motsvarande 34,8 MSEK (2,70 SEK per Svolderaktie). Den stora belastningen på substansvärdet kommer från sektorerna Telekom och IT, vilka tillsammans sänkt substansvärdet med hela 519 MSEK (40,50 SEK per Svolderaktie). Av dessa svarar IT-aktierna för merparten, dvs -347 MSEK (-27,10 SEK per Svolderaktie). Branscherna Industri, Tjänster och Råvaror har skapat bidrag om vardera 4,0, 5,0 respektive 6,0 MSEK. Branscherna Hälsovård och Finans har givit mindre belastningar om 2,0 respektive 3,6 MSEK.

Genom den förändring av redovisningsprinciperna som genomförts på balansdagen, behöver Svolder ej längre skilja på realiserade och orealiserade vinster/förluster i resultat och balansräkning. Den externa redovisningen blir följaktligen konsistent med den sedan starten presenterade interna, och enligt bolaget mer informativa, redovisning som särskilt fokuserar på substansvärdeförändringarna (*substansvärdebidrag*) för aktier, grupper av aktier eller hela portföljen. En redovisning för investmentbolag som i stället följer försäljningen av aktier blir godtycklig, då den endast påverkas av i vilken grad som portföljförvaltarna väljer att realisera vinster respektive förluster. En redovisning byggd på marknadsvärden är, enligt Svolders uppfattning, härvid överlägsen.

SUBSTANSVÄRDEBIDRAG 2000/2001

Befintliga innehav		Substansvärdebidrag MSEK
Aktie	Bransch	
Axfood	Konsumentvaror	21,5
Nibe	Konsumentvaror	13,6
LjungbergGruppen	Finans	11,2
G & L Beijer	Industri	9,2
XPonCard	Industri	8,0
Summa fem största		63,4
Övriga (19)		-70,7
Dimension	IT	-21,0
Beijer Alma	Industri	-23,2
Boss Media	IT	-23,3
Readsoft	IT	-23,4
Mind	IT	-27,0
Utfors	Telekom	-41,3
SwitchCore	Telekom	-45,4
Nolato	Telekom	-61,2
TurnIT	IT	-82,6
Frontec	IT	-149,2
Summa tio minsta		-497,7
Totalt		-505,0

SUBSTANSVÄRDEBIDRAG 2000/2001 PER BRANSCH

Bransch	Antal företag	Substansvärdebidrag (MSEK)	Ack. värdeförändring %
Råvaror	2	6,0	0,4
Industri	14	4,0	0,3
Konsumentvaror	5	34,8	2,6
Hälsovård	1	-2,0	-0,1
Finans	5	-3,6	-0,3
IT	10	-347,0	-25,8
Telekom	6	-171,9	-12,8
Media	-	-	-
Tjänster	2	5,0	0,4
Summa aktier	45	-474,7	-35,3
Likvida medel		3,5	0,3
Kostnader		-12,0	-0,9
Totalt		-483,1	-35,9

De 45 aktier som under verksamhetsåret 2000/2001 funnits i Svolders aktieportfölj, och som har haft störst inverkan på substansvärdeutvecklingen, framgår översiktligt av tabellen nedan. Aktierna uppdelas efter de som på balansdagen fanns i portföljen (befintliga innehav) och de som under verksamhetsåret lämnat portföljen (tidigare innehav).

De 34 kvarvarande innehaven vid verksamhetsårets utgång har, inklusive mottagna utdelningar mm om 16,4 MSEK, tillsammans belastat substansvärdet med 505,0 MSEK (-39,40 SEK per Svolderaktie) under 2000/01. De 11 värdepapper som ej längre finns kvar i portföljen gav detta verksamhetsår däremot tillsammans ett substansvärdebidrag om 30,3 MSEK, varav 7,7 MSEK utgjordes av aktieutdelningar.

Tidigare innehav

Aktie	Bransch	Substansvärdebidrag MSEK
Lindab	Industri	30,6
JM	Industri	12,9
Atle	Finans	6,1
Munksjö	Råvaror	3,4
NCC	Industri	1,2
Summa fem största		54,1
Övriga (1)		0,6
Mekonomen	Konsumentvaror	-0,1
IFS	IT	-0,7
Viking Telekom	Telekom	-1,0
Gunnebo	Industri	-9,0
Haldex	Industri	-13,6
Summa fem minsta		-24,4
Totalt		30,3

Kommentarer kring väsentliga bidragsgivare som **Lindab**, **JM**, **Atle** och **Munksjö**, vilka samtliga sålts under verksamhetsåret, görs i avsnittet ”Försäljningar ur aktieportföljen”. Under detta avsnitt beskrivs även negativa bidragsgivare som **IFS**, **Gunnebo** och **Haldex**. Köp av aktier i **Readsoft** och **Dimension** motiveras under motsvarande avsnitt ”Köp till aktieportföljen”. I årsredovisningens del med bolagspresentationer, se sidorna 35–42, beskrivs aktier som i stor utsträckning påverkat utvecklingen av substansvärdet – **Beijer Alma**, **Nolato**, **Boss Media** och **Utfors**.

Årets analys över värdeförändringarna är en spegelbild av fjolårets, då **Frontec** och **Adcore** dominerade Svolders substansvärdetillväxt. Vinnare var då IT- och Telekomaktier som Svolder betecknade som fullvärderade och därför sålde under första halvan av föregående verksamhetsår, exempelvis **Adcore**. Förlorare är de bolag som i stället köptes för försäljningslikviderna. Dramatiken i kursnedgångar och negativa substansvärdebidrag blir för enskilda IT- och telekomaktier som exempelvis **TurnIT**, **AcadeMedia**, **Mind**, **SwitchCore** och **Utfors** därför stor. I efterhand kan det konstateras att kloka försäljningsbeslut följts upp av dåliga köp.

TURN IT



TurnIT är det senaste verksamhetsårets näst största belastare av substansvärdet och den mest negativa under tvåårsperioden. Detta gäller även efter justeringar för den vinst Svolder realiserade i samband med **TurnIT**s avknoppning av **IAR Systems**. **TurnIT** är att betrakta som ett förvaltningsbolag inom IT-sektorn. Den fokusering på dotterbolagens kassaflöden och marknadspositioner som presenterats av **TurnIT**s ledning bedömdes av Svolder som sund och koncernens rörelse- och finansiella risk sågs därigenom som lägre än flertalet investeringsalternativ inom IT-sektorn. Värdet av **TurnIT**s tillgångar har av Svolder bedömts som betydligt högre än det som börsern åsatt koncernen.

TurnITs ledning har dock under senare år visat prov på bristande förvärvsförmåga och kontroll, samt önskvärd ödmjukhet för marknads värdering av den egna aktien. Den åtstramning och koncentration av verksamheten styrelse nyligen inlett framstår därför som nödvändig och korrekt. Moderbolagets framtida roll och höga kostnader för koncernen bör också ifrågasättas.

Svolder deltog i en riktad nyemission senhösten 2000 för att inte bli kapitalmässigt utspädd. Beslutet baserades vidare på de optimistiska kommentarer som koncernledningen gav kring gjorda förvärv vid denna tidpunkt. Länge uppvisade också **TurnIT**-aktien en mindre dålig kursutveckling än motsvarande IT-bolag. I efterhand ter sig köpen av aktier i **TurnIT** i för stor utsträckning grundade på ledningens framtidsvisioner samt ett förvaltningsperspektiv grundat på för många relativa hänsyn.

Möjligheter finns för den nya **TurnIT**-ledningen och den delvis förändrade styrelsen att bygga vidare på den kompetens och de marknadspositioner som flera av dotterbolagen besitter. Dagens krisvärdering på börsern diskonterar ingen sådan förändring. Under verksamhetsåret 2000/2001 belastades substansvärdet med 82,6 MSEK, motsvarande 6,50 SEK per Svolderaktie.

SwitchCore är ett halvledarbolag som designar och marknadsför växelkretsar till nätverksindustrin. Bolaget har utvecklat en integrerad krets med högre prestanda än konkurrenterna. Denna används i dataväxlar och avhjälper delar av flaskhalsproblematiken på Internet. Kunderna är globalt ledande aktörer inom datakommunikation, exempelvis **Intel**. **SwitchCore** lanserade den första produktfamiljen under andra kvartalet år 2000, men över-skattade kraftigt den förväntade orderingången för 2000–2002. Den underliggande marknaden för **SwitchCore**s produkter är mycket stor, men fram till det att produkterna vunnit kommersiell acceptans bör aktien ses som en högriskinvestering.

SwitchCore har fortsatt sin kostnadskrävande expansion, vilket nödvändiggjort nyemissioner. Under teckningstiden till den nyligen genomförda företrädesemissionen visade det sig dessutom att en av grundarna, tillika styrelseledamot, drabbats av en pantrealisation på en stor del av sitt aktieinnehav i bolaget. Strax dessförinnan angavs i bolagets förvaltningsberättelse att han, tillsammans med övriga ledande befattningshavare förpliktigt sig att inte sälja under aktuell period. Förtroendet för **SwitchCore** på kapitalmarknaderna har skadats av denna tvångsförsäljning.

Förseningar av prototyper och kommersiella order, samt den allmänt osäkra marknadssituationen för data- och nätverksindustrin, har likaså påverkat **SwitchCore**s aktiekurs negativt. Teknologiskt ligger bolaget långt framme. Sannolikt har också kundernas förtroende för bolaget inte drabbats i samma utsträckning som kapitalmarknadens. Den framtida osäkerheten ligger till stor del kring när marknadstillväxt och framtidstro för datakommarknaden återkommer – sådana tecken fanns innan terrorattackerna i USA. **SwitchCore** aktien har belastat substansvärdet med 45,4 MSEK under verksamhetsåret, motsvarande 3,50 SEK per Svolderaktie.

Svolder deltog i den prissänkta börsintroduktionen av internetkonsulten **Mind** (38 SEK aktie) i slutet av föregående verksamhetsår. Bolaget kom att vara ett av de sista IT-bolag som noterades innan branschen kom att ”döds-kallemärkas” av aktie- och kapitalmarknaderna. Placeringen gjordes framför allt utifrån bedömningen att **Minds** aktier vid denna tidpunkt var väsentligt lägre värderade

än de för Framfab, Icon, Adcore och Adera. Det finns anledning att vara kritisk mot investeringsbeslutet, precis som det finns skäl att kritisera Minds huvudägare, ledning och styrelse för tveksam verksamhetsinformation i anslutning till noteringen. Inte heller emissionsbanken bör i sammanhanget kunna svära sig fri.

Mindaktien har tappat merparten av sitt värde från introduktionstillfället. Minds styrelse var dock snabbare än konkurrenterna att iscensätta neddragningar och betydande omstruktureringar. Bolaget är inte längre någon konsult för dåligt finansierade IT-pionjärer, utan mer en systemintegrator för i första hand etablerade företag i finansbranschen. De svåra marknadsbetingelserna skall inte nonchaleras, men den förändring som kommit att ske inom ägarkrets, styrelse och ledning har tillsammans med den under sommaren 2001 genomförda nyemissionen kraftigt förbättrat Minds överlevnadsmöjligheter som självständigt bolag. Svolder har under året ökat sin ägarandel i Mind till genomsnittspriset 3,20 SEK per aktie. Belastningen på substansvärdet var dock hela 27,0 MSEK (2,10 SEK per Svolderaktie).

G&L Beijer delade under fjolåret ut den expansiva elektronikgruppen Beijer Electronics till sina aktieägare, som därefter särnoterats. De kvarvarande delarna i G&L Beijer utgörs av industrihandel samt handel och produktion av kylanläggningar. Den kvarvarande koncernen har en betydande kassa som säkerställer en fortsatt hög utdelningskapacitet. Vissa frågetecken kring verksamheternas långsiktiga resultat- och tillväxtpotential kan däremot göras, även om nuvarande lönsamhet är tillfredsställande. Substansvärdebidraget för G&L Beijer var på samma nivå som i fjol – dvs 9,2 MSEK (0,70 SEK per Svolderaktie), skapat av en generös utdelningspolicy och börsens positiva reaktion på ett bättre halvårsresultat 2001 än förväntat.

Beijer Electronics beskrevs på särskild plats i fjolårets årsredovisning. De möjligheter som presenterades för bolagets egenutvecklade operatörsterminaler har överträffats. Senast har Beijer Electronics tecknat ett exklusivt distributionsavtal med ABB. Substansvärdebidraget var 5,2 MSEK (0,40 SEK per Svolderaktie), marginellt sämre än fjolårets positiva bidrag.

XPonCard består av den lönsamma och expansiva kortdivisionen i det tidigare Graphium. Verksamheten omfattar bankkort, betalkort, GSM-kort m fl, samt kompletterande tjänster. Kort med chip eller magnetremsa kan utföra en mängd tjänster och dessutom fungera som informationsbärare. XPonCard är marknadsledare i Norden. Den gamla tryckeriverksamheten i Graphium, som sedan bolagets börsintroduktion visat svag eller mycket svag utveckling, såldes vid årsskiftet 2000/2001. Bolagets styrelse och aktieägare har genom tålmodigt arbete slutligen lyckats att skapa ett attraktivt börsbolag. Årets substansvärdebidrag blev 8,0 MSEK (0,60 SEK per Svolderaktie).

NIBE Industrier är ett europeiskt värmeföretag bestående av affärsområdena element, villavärme och bränslevärme. Element avser komponenter och system för elektrisk uppvärmning till industriella kunder i Europa. Villa- och bränslevärme erbjuder konsumentprodukter för samtliga energislag, i huvudsak i Norden. De kraftigt stigande upp-

värmningskostnaderna har ökat hushållens benägenhet att spara energi. NIBEs successivt utvecklade produktprogram är ledande i Norden. Särskilt framgångsrikt har bolaget på senare år varit i utveckling, försäljning och produktion av markvärmepumpar. NIBE har under verksamhetsåret fortsatt sin lönsamma expansion. Förvärvet sker i allt större utsträckning i Centraleuropa. Historiskt har ledningen hanterat förvärv mycket framgångsrikt, såväl i Sverige som utomlands. Aktien har givit ett substansvärdebidrag om 13,6 MSEK under verksamhetsåret (1,10 SEK per Svolderaktie). Till följd av god kurstillväxt har Svolders aktieinnehav reducerats.

AXFOOD



Axfood bildades under föregående verksamhetsår genom sammanslagningen av Axel Johnson-sfärens grossist- och detaljströrelser inom dagligvaruhandeln. En heltäckande och ledande distributör av livsmedel skapades och potentiella intressekonflikter reducerades. Inledningsvis överskuggades sammanslagningen av de stora reserveringar som initialt gjordes för omstruktureringar. Den nya, förändrade företagsledningen, har den senaste sexmånadersperioden kunnat redovisa påtagligt bättre rörelsemarginaler. Denna utveckling skapar förutsättningar för attraktiva vinstjämförelser under ytterligare några kvartal. Eftersom strukturarbetet ännu inte är färdigt borde fortsatta marginalförbättringar dessutom vara möjliga. Aktien tillhör verksamhetsårets bästa på Stockholmsbörsen, och har tillfört Svolders substansvärde 21,5 MSEK eller 1,70 SEK per Svolderaktie.

Två års utveckling

Aktieförvaltning bör ses i ett längre perspektiv än enstaka kvartal. Sett över den senaste tvåårsperioden framkommer tydligt de dramatiska skillnader som präglar respektive verksamhetsår. Ur substansvärdesynpunkt toppar aktier som Adcore, PartnerTech, KaroBio och Enlight Interactive – ett resultat som säkert får många läsare att höja ögonbrynen. Dessa aktier såldes nämligen i sin helhet under 1999 eller under första halvåret 2000 efter stark kursutveckling. Försäljningslikviderna för dessa aktier placerades helt eller delvis i andra branschföretag, där risknivån bedömdes som lägre – exempelvis Mind, TurnIT, Nolato, Active Biotech samt AcadeMedia. Sett i det perspektivet var dessa senare placeringar mindre dåliga.

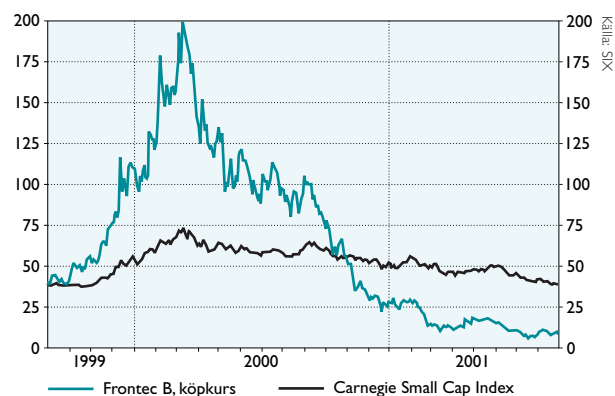
SUBSTANSVÄRDEBIDRAG TVÅ VERKSAMHETSÅR I MSEK

Aktie	2000/2001	1999/2000	Totalt
Adcore	-	64,5	64,5
PartnerTech	-	47,9	47,9
Karo Bio	-	41,3	41,3
Lindab	30,6	3,3	33,8
JM	12,9	18,1	31,0
Enlight Interactive	-	27,0	27,0
Provobis	-	26,0	26,0
Axfood	21,5	2,9	24,3
LjungbergGruppen	11,2	12,9	24,1
Zeteco	-	19,2	19,2
Summa tio största	76,1	263,1	339,2
Övriga (50 st)	-60,5	123,4	62,9
Beijer Alma	-23,2	-	-23,2
Boss Media	-23,3	-	-23,3
Readsoft	-23,4	-	-23,4
Haldex	-13,6	-10,3	-23,9
Mind	-27,0	-4,8	-31,8
Nolato	-61,2	23,0	-38,2
Utfors	-41,3	-5,3	-46,6
SwitchCore	-45,4	-3,5	-48,9
Frontec	-149,2	80,9	-68,3
TurnIT	-82,6	-8,1	-90,8
Summa tio minsta	-490,3	71,9	-418,5
Totalt	-474,7	458,3	-16,4
SEK per Svolderaktie	-37,10	35,80	-1,30

Frontec har på senare år tydliggjort sin verksamhet genom uppdelningen i tre bolagiserade grupper samt beslutet att inte medverka i någon ny finansiering av Viewlocity, ett amerikanskt mjukvaruföretag inom IT-integration. Dessvärre har flertalet kommunicerade strukturförändringar och åtgärder inte kunnat genomföras eftersom betingelserna på aktiemarknaderna förändrats. Viewlocity hann endast med två private placements medan värderingarna på jämförbara bolag var höga. Ambitionen var en Nasdaqnotering som skulle frigöra stora värden för Frontec. Tiden för verksamhetsåret förändrades och separata administrativa rutiner infördes för att möjliggöra avknoppning av teknikkonsulten Bluelabs. Detta visade sig inte heller möjligt – krisen i Ericsson kom emellan.

Frontecs strategi är att koncentrera verksamheten till eBusiness. Det bedömer Svolder som rimligt. Däremot har genomförandeförmågan hos tidigare ledning, styrelse och huvudägare brustit i så hög grad att tilltron till Frontecs strategiförklaringar är mycket begränsad. Den sedan drygt ett år sittande företagsledningen har än så länge haft bättre träffsäkerhet, större förmåga att hantera kassaflöden och uppfylla utfästelser än föregångarna, trots ett väsentligt sämre konjunkturläge. Det är vidare Svolders uppfattning att Frontecs anseende är högre bland kunder och branschaktörer än på kapitalmarknaden, vilket i det längre tidsperspektivet bör få positiva återverkningar på bolagets resultatförmåga och värdering.

FRONTEC (2 ÅR)



Svolder sålde under senhösten 1999 hela aktieinnehavet i **Enlight Interactive** med en betydande reavinst. Placeringen hade sitt ursprung i en "private placement" sommaren 1996. Försäljningslikviden användes till del för att förvärva aktier i branschföretaget **AcadeMedia**. Kursnedgången i AcadeMedia har varit väsentligt mindre än för Enlight – sannolikt beroende på hårdare kostnadskontroll och förmågan att i tid överkapitalisera bolaget. I dagsläget värderas AcadeMedia under bolagets nettokassa.

Det finns en grupp aktier som genomgående visat bra bidrag under var och ett av de senaste två åren – i vissa fall även längre. Dessa företag kommer vanligen från fastighets- och konsumentvarubranscherna. Fastighets- och byggföretagen **JM** och **LjungbergGruppen** har exempelvis uppvisat betydande positiva substansvärdebidrag under varje enskilt år de senaste fyra åren. För konsumentvaruföretagen har utvecklingen varit mindre stabil.

Nämnda **LjungbergGruppen** har framgångsrikt utvecklat sitt fastighetsbestånd och vid lämpliga tidpunkter också avyttrat de fastigheter som varit färdigutvecklade och mer lämpade för institutionella fastighetsägare. Fastigheter i Kista och norra delarna av centrala Stockholm har tidigare utgjort de värdemässigt största enheterna. Sedan 1997 har dock omvandlingen av Atlas Copcos gamla kontors- och industriområde i Nacka (Sickla) till ett betydande affärs- och kontorscentrum tagit ansevärda resurser i anspråk. Detta och näraliggande områden tillhör de snabbast växande i Stockholmsregionen vad avser invånare och nyproduktion av bostäder. Förädlingen av Sicklaområdet har under det senaste året blivit allt mer uppenbar. Företagets kommersiella förmåga som projektutvecklare har ytterligare stärkts i takt med uppvärderingen av detta projekt. Omsättningen av aktier i Ljungberggruppen är däremot bristfällig och ger en tråkig image för ett i övrigt så framgångsrikt och välskött fastighetsutvecklingsbolag. Senaste verksamhetsåret har ett substansvärdebidrag om 11,2 MSEK (0,90 SEK per) skapats.

PORTFÖLJFÖRÄNDRINGAR 2000/2001

Aktieportföljen var vid ingången av verksamhetsåret överviktad relativt jämförelseindex mot Verkstad och Konsumentvaror, samtidigt som den var underviktad mot Hälsovård och Finans. Denna portföljriktning fortsatte under verksamhetsåret. Bolagets andel IT-aktier i förhållande till CSX har i princip varit neutral under hela tolv månadersperioden.

BRANSCHFÖRÄNDRINGAR I AKTIEPORTFÖLJEN

Bransch	Andel av portföljen i procent 2001-08-31	2000-08-31	Förändring
Råvaror	2,9	5,3	-2,4
Industri	29,8	30,4	-0,6
Konsumentvaror	15,6	10,2	5,4
Hälsovård	0,8	0,0	0,8
Finans	10,7	12,6	-1,9
IT	11,8	22,7	-10,9
Telekom	13,2	11,5	1,7
Media	0,0	0,0	0,0
Tjänster	4,3	0,0	4,3
Likvida medel	11,0	7,3	3,7
Totalt	100	100	

Kommentarer till Köp

LGP Telecom är en kontraktstillverkare till telekom- och verkstadsindustrin som utvecklats till att i stor skala vara en producent av egenutvecklade produkter för telekomindustrin. I takt med de snabbt försämrade marknadsbetingelserna system till mobiltelefoni, drabbades också naturligen LGP-aktien.

NETTOKÖP TILL AKTIEPORTFÖLJEN

Aktie	Antal	MSEK	SEK/aktie ¹⁾
Beijer Alma ²⁾	694 800	72,4	104,20
LGP Telecom	577 400	58,5	102,40
Readsoft	750 000	33,5	44,60
Boss Media	900 000	32,4	36,00
Nolato	500 950	29,7	59,40
Dimension	500 000	29,5	59,00
Semcon	377 600	24,6	65,10
TurnIT	205 000	22,7	110,60
Bure Equity	625 000	19,1	30,50
BTS Group	444 167	18,1	40,70

¹⁾ Vid beräkning av köpeskillingen per aktie beräknas denna utifrån den samlade köpeskillingen för samtliga under perioden förvärvade aktier av samma aktieslag.

²⁾ Justerat för fondemission

Bolagsledningen har reagerat snabbt och kraftigt anpassat produktion och organisation till de sämre affärsvolymerna. Det är Svolders uppfattning att bolag som LGP, Nolato och Beijer Alma – med sin industriella historik och anpassningsförmåga till konjunktursvängningar – har bättre förutsättningar att gå stärkta ur nuvarande kriser, än bolag med begränsad industriell erfarenhet. Kursnedgången har dock blivit djupare än Svolder förutsett och aktieköpen har därmed skett för tidigt. Det negativa sub-

stansvärdebidraget för LGP Telecom blev 19,8 MSEK (1,50 SEK per Svolderaktie).

LGP TELECOM



Dimension är ett IT-bolag som bedömdes som säkrare än flertalet konkurrerande placeringsalternativ. Bolaget är specialiserat på att integrera infrastrukturlösningar, vanligen knutna till det amerikanska hårdvaruföretaget Sun Microsystems produkter. Stark kundorientering och helhetssyn kring uppdragen kännetecknar verksamheten. Den organiska tillväxten har historiskt varit imponerande, särskilt som den skett under lönsamhet. Dimension noterades under våren 2001 på Stockholmsbörsen. Strax därefter redovisade bolaget ett mycket starkt första kvartalsresultat, det första som noterat bolag. Det reser frågetecken när bolagsledningen därefter ändå fram till försommaren inte varnade för den kraftigt försämrade marknaden som inträffat, utan aktivt mot aktiemarknaden gjorde sken av att den försvagade marknaden endast i ringa grad berört bolaget. När Dimension väl offentliggjorde hur svag maj månad hade varit, brast det förtroende man tillsammans med huvudägaren Bure byggt upp. Placerarnas reaktioner blev dramatiska, sannolikt överdrivna relativt flertalet IT-bolag och sett i ett lite längre tidsperspektiv. Men, händelseutvecklingen avspeglar just kostnaden för aktieägarna när ett bolag tappar aktiemarknadens förtroende. Belastningen på Svolders substansvärde blev 21,0 MSEK (1,60 SEK per Svolderaktie).

Readsoft har under året fått Veckans Affärers utmärkelse "Årets IT-företag". Visserligen brukar dylika utmärkelser inte så ofta samvariera med utvecklingen på aktiemarknaden, men det är ändå ett bevis på de kommersiella och teknologiska framgångar bolaget uppnått. Readsoft säljer egenutvecklad programvara för inläsning av dokument. Produkterna säljs globalt till väl etablerade företag och myndigheter. De används för administrativ rationalisering och det är rimligt att anta att efterfrågan inte är lika konjunkturell som för övriga IT-/programvarubolag. Bolaget uppnådde år 2000 stora framgångar och kunde redovisa positivt resultat tidigare än prognostiserat. Risknivån för Readsoftaktien sågs från placerare som Svolder som mindre än för flertalet andra programvaru-/IT-företag.

READSOFT



De positiva omdömena och resultaten gjorde sannolikt Readsofts ledning och styrelse överoptimistisk. Verksamheten fortsatte nämligen att expandera medan andra aktörer började strama åt. Någon större oro för konjunkturutvecklingen i USA fanns heller inte. När bolaget senare tvingats dra ned på tillväxtambitioner och förväntningar, fick aktien också på kort tid vidkännas de mycket kyliga vindar som blåser från placerarhåll när man blir besviken. Produkt- och utvecklingsmässigt bedömer Svolder att Readsoft ligger väl framme i den internationella konkurrensen. Det faktum att bolagsledningen varit överoptimistisk, samtidigt som marknadsbetingelserna i det kortare perspektivet dramatiskt har förändrats, ger dock anledning till viss försiktighet. Svolder har haft ett negativt substansvärdebidrag om 23,4 MSEK (1,80 SEK per Svolderaktie) på placeringen.

De klassiska teknikkonserterna har kursmässigt haft ett bra verksamhetsår. Dessa aktier var aldrig lika "heta" när aktiemarknaden efterfrågade tillväxtinriktade IT-konsultbolag. En av teknikkonserterna, **Semcon**, har dock haft ett motigt år. Bolagets relativt nystartade utbildningsverksamhet drabbades bland annat av sänkta anslag för arbetsmarknadsutbildning och svagt kommersiellt intresse för olika e-learning projekt. Beslut om avveckling fattades under slutet av fjolåret, vilket då belastade resultatet. Semcons kärnverksamhet fortsätter att påvisa tillväxt med godtagbara marginaler. Bolagets starka marknadsposition hos fordonsindustrins utvecklingsavdelningar har motverkat neddragningar inom telekomområdet. Trots detta har aktien utvecklats mycket svagt, om än inte lika svagt som IT-konsulterna. Belastningen på substansvärdet blev 5,7 MSEK, motsvarande 0,40 SEK per Svolderaktie.

BTS – Business Training Systems – är ett etablerat utbildningsföretag med verksamhet i framför allt Sverige, USA och England. Bolaget är dock litet och föga känt på börsen, där det noterades under försommaren 2001. Kundbasen är meriterande med företag som Bell Canada, Boeing, Eastman Kodak, Cisco, HP, Sun, DHL, Telia, Ericsson, Atlas Copco, Skandia med flera. BTS genomför kundanpassad utbildning genom simuleringar/företagsspel. Inledningsvis utbildas ofta ledningspersoner i anslutning till exempelvis ett strategiskt projekt eller betydande organisationsförändring. Därefter drivs

successivt förändrade "spel" nedåt i koncernen. Härigenom blir affärsuppgörelserna strategiska och inte så priskänsliga, samtidigt som tjänsterna blir produktifierade i stället för tidsrelaterade. Då marknaderna utanför Sverige i dagsläget svarar för 2/3 av omsättningen, och först under det senaste halvåret blivit riktigt lönsam, kommer de förändrade valutaförhållandena starkt att påverka resultatet. Målet om en organisk tillväxt om 2,5 procent per år under god lönsamhet förefaller realistiskt utifrån koncernens femtonåriga historik. Bolaget har ingen nettoskuld. Aktien omsätts tyvärr endast sporadiskt, vilket emellanåt leder till mätproblem för institutionella ägare. Under verksamhetsåret skapades ett substansvärdebidrag om 5,0 MSEK (0,40 SEK per Svolderaktie).

Kommentarer till försäljningar

Svolder har haft två aktier i portföljen som omfattats av offentliga aktiebud. Först förvärvade investmentbolaget Ratos, tillsammans med det brittiska riskkapitalbolaget 3i, **Atle** – ett investmentbolag inriktat på investeringar i onoterade värdepapper. Förvärvet låg i linje med den strategi omfattande aktiva innehav i huvudsakligen onoterade verksamheter som Ratos tillkännagivit. Försäljningen av Atleaktierna skapade ett värdebidrag om 6,1 MSEK eller 0,50 SEK per Svolderaktie.

NETTOFÖRSÄLJNINGAR UR AKTIEPORTFÖLJEN

Aktie	Antal	MSEK	SEK/aktie ¹⁾
JM	388 000	83,1	214,30
Lindab ²⁾	437 000	73,6	144,00
Gunnebo	610 000	61,7	101,00
Hallex	772 400	59,0	76,40
Munksjö	855 800	53,4	62,40
NCC	465 600	33,3	72,90
NIBE Industrier	223 000	30,8	138,20
IFS	200 000	28,1	140,40
Atle	100 000	18,9	156,70
Axfood	180 100	16,8	76,50

¹⁾ Vid beräkning av försäljningslikviden per aktie beräknas denna utifrån det samlade försäljningsvärdet för samtliga under perioden sålda aktier av samma aktieslag.

²⁾ Accept av uppköpserbjudandet avsåg 654 700 aktier.

Senare under våren 2001 lämnade Ratos, tillsammans med Sjätte AP-fonden och Skandia, likaså ett kontantbud på byggmaterialföretaget **Lindab**. Svolder beskrev Lindab utförligt i fjolårets årsredovisning och bedömde att vinstförutsättningarna successivt skulle förbättras för koncernen i takt med sjunkande tunnplåtspriser och konsolideringen av ett flertal förvärv under år 2000. Svolders aktieinnehav i Lindab utökades successivt under inledningen av verksamhetsåret för att vid budtillfället utgöra aktieportföljens största innehav.

Det bud om 138 SEK per B-aktie som lämnades av budkonsortiet uppfattades som lågt i förhållande till Lindabs framtida vinst- och tillväxtmöjligheter. Samtidigt upprördes Svolder, och övriga svenska institutionella ägare, över den nästan 15 procentiga budpremie som erbjöds Lindabs A-aktieägare i förhållande till budet till

B-aktieägarna. Svolder offentliggjorde tillsammans med sex andra institutionella ägare därför sin avsikt att ej acceptera budet på B-aktierna. Budgivarna valde senare att höja budet för B-aktierna till 144 SEK, vilket accepterades av nämnda investerare. Härigenom gjordes en viktig markering på den svenska aktiemarknaden att institutionella placerare inte accepterar höga skillnader i budpremier mellan A- och B-aktier.

Prislappen för Lindab kan ändå tyckas låg. Värt att notera är då att alternativa placeringar under perioden mellan de två buden blivit billigare – Stockholmsbörsen föll nästan åtta procent under denna period. Dessutom hade det under lång tid funnits möjligheter att öka aktieinnehavet i Lindab till attraktiva aktiekurser, för de som i likhet med Svolder ansett Lindabs framtid som ljus. Ett bibehållande av det svensk/danska ägarskapet i Lindab, med sinsemellan starkt varierande uppfattningar om hur börsbolag bör agera gentemot kapitalmarknaderna, hade sannolikt också resulterat i en fortsatt rabatt på en noterad aktie.

Bygg- och fastighetskoncernen JM har under verksamhetsåret fortsatt sin renodling mot projektverksamhet samt innehav av endast kommersiella fastigheter i Stockholm. Företagsledningens förutseende köp av exploateringsfastigheter under andra halvan av nittioalet börjar nu i allt större utsträckning att färdigställas med mycket god lönsamhet. Resultat och lönsamhet blir därmed successivt allt svårare att överträffa. JM har valt att sälja av stora delar av sitt fastighetsbestånd och Skanska har lämnat sitt huvudägande i JM. Dessa bolags erkänt goda marknadsbedömningar, i kombination med svagare konjunkturbetingelser och förväntat sänkta förmögenheter hos de svenska hushållen har föranlett Svolder att ytterligare reducera inslaget av fastighets- och byggaktier, däribland hela innehavet i JM. Aktien hade dessförinnan i flera år utgjort basen bland fastighetsaktierna i Svolders portfölj. JM redovisade 2000/2001 sitt fjärde år i rad med betydande bidrag till Svolders substansvärdetillväxt; 12,9 MSEK eller 1,00 SEK per Svolderaktie.

Gunnebo är idag en ledande europeisk tillverkare av säkerhetsutrustning. Under de senaste två åren har koncernen deltagit i ett flertal strukturaffärer, och verksamheten har därigenom renodlats och expanderat. Svolder känner dock osäkerhet kring de betydande reserveringar som därvid har gjorts, och vad som är att betrakta som ett långsiktigt normaliserat resultat. Under fjolåret utvecklades aktien väsentligt bättre än flertalet verkstadsaktier. Svolder sålde successivt under verksamhetsåret hela innehavet i Gunnebo, något som belastade substansvärdet med 9,0 MSEK, motsvarande 0,70 SEK per Svolderaktie.

Verkstadskoncernen Haldex har genomgående ett högt teknikinnehåll i sina produkter och förhållandevis starka marknadspositioner. Fyra affärsområden ger dock ett något splittrat intryck på aktiemarknaden. Affärsområdet Traction, system för fyrhjulsdraft, noterar fortsatta kommersiella framgångar. Varje större order kräver dock utökad produktionskapacitet, vilket förlänger tiden till det att nollresultat och positivt kassaflöde uppnås. Haldex största problem utgör den låga aktiviteten på lastvagns-

marknaden i USA, som dessutom spridit sig till Latinamerika och Europa. När aktivitetsfallen var särskilt stora visade Haldex, tillsammans med flera andra verkstadsaktier, ändå god relativ kursutveckling. Detta föranledde Svolder att sälja hela innehavet, vilket också låg i linje med önskan att minska verkstadsaktiernas andel av portföljen vid då aktuella börsvärderingar. Visserligen gynnas exportbolagen av den svaga svenska kronan. Men det är inte säkert att bolag i starkt konkurrensutsatta branscher får behålla hela valutavinsten och vanligtvis ligger inte produktionen i sin helhet i Sverige. Aktien har performancemässigt haft två svaga år, varvid belastningen under det senaste var 13,6 MSEK (1,10 SEK per Svolderaktie).

Svolder betraktar Munksjö som den värdemässigt mest intressanta aktien bland skogsindustrins noterade småbolagen. Verksamheten inom dekorpapper har utvecklats väl, även om minskad privatkonsumtion i Europa bör få negativa konsekvenser. Massabruket i Aspa har på senare tid gynnats av utökad produktion och höjd dollarkurs, men samtidigt drabbats av kraftigt sänkta massapriser. Svolders negativa konjunktursyn för verkstadsbolagen gällde även skogsbolagen, även om valutafördelarna var mer uppenbara. Utifrån god relativ kursutveckling avyttrades Munksjö-innehavet och ett substansvärdebidrag om 3,4 MSEK realiserades (0,30 SEK per Svolderaktie).

En förbättrad byggmarknad, ökade investeringar i infrastruktur samt en god börsutveckling för noterade konkurrenter skapade förutsättningar även för NCC-aktien. I takt med att lönsamheten inom industridelarna utsattes för ytterligare påfrestningar, att de svenska och utländska projekten bedömdes som allt mer riskabla samt att aktien också lämnade CSX-index gjorde att innehavet såldes under våren. NCCs resultatutveckling därefter har inte rosat marknaden, även om den framtida ambitionsnivån för lönsamheten har höjts. Genom bolagets goda utdelningsnivå uppnåddes ett svagt positivt substansvärdebidrag.

Affärssystemleverantören IFS har tillsammans med branschkollegor haft en besvärlig period sedan millenieskiftet. Under flera år dessförinnan har däremot dessa företag arbetat under mycket gynnsamma konjunkturla och strukturella betingelser, dock utan att tjäna några pengar och med betydande negativa kassaflöden. De ljusa bilderna om framtida försäljningsintäkter som bolaget och branschens företrädare genomgående utmålade kan därmed ifrågasättas. Svolder har emellertid bedömt att IFS haft större förutsättningar än konkurrenterna att växa, och aktien har därmed utgjort det bästa alternativet bland de noterade affärssystemleverantörerna. Placeringen i IFS såldes under inledningen av verksamhetsåret, varför årets belastning endast blev 0,7 MSEK. Under vår och sommar har aktien tagit igen en del av tidigare stora kursfall, och då utvecklades bättre än de flesta programvaru- och IT-företag.

AKTIEPORTFÖLJEN 2001-08-31

	Antal aktier	Kurs (SEK)	Marknads- värde (MSEK)	Andel av substans- värde %	Summa substans- värde %	Bransch- vikt i CSX %	Ack. värde- förändring %	Brutto- exponering ¹⁾ (SEK)	Andel av bolagets kapital %	Andel av bolagets röster %
Råvaror					2,9	10,0	0,4			
ProfilGruppen	500 000	46,00	23,0	2,9				1,80	8,7	3,9
Industri					29,8	19,2	0,3			
Beijer Electronics	645 000	77,50	50,0	6,3				3,90	10,4	10,4
Beijer Alma	694 800	69,00	47,9	6,1				3,70	7,7	3,7
XPonCard	306 900	140,00	43,0	5,4				3,40	9,9	9,9
G & L Beijer	610 000	64,00	39,0	4,9				3,10	9,8	5,1
Semcon	377 600	50,00	18,9	2,4				1,50	2,2	2,2
B & N Nordsjöfrakt	1 000 000	14,00	14,0	1,8				1,10	5,4	3,4
Finnveden	275 000	43,50	12,0	1,5				0,90	2,6	2,6
KMT	1 16 900	94,00	11,0	1,4				0,90	2,3	2,3
Konsumentvaror					15,6	10,1	2,6			
Axfood	500 000	97,00	48,5	6,1				3,80	0,9	0,9
NIBE Industrier	202 000	174,00	35,1	4,4				2,70	3,4	1,4
JC	374 800	58,50	21,9	2,8				1,70	4,0	4,0
Wedins	605 000	29,00	17,5	2,2				1,40	8,0	3,6
Hälsovård					0,8	13,9	-0,1			
Active Biotech	66 350	93,00	6,2	0,8				0,50	0,6	0,3
Finans					10,7	24,4	-0,3			
LjungbergGruppen	473 200	89,00	42,1	5,3				3,30	3,1	1,4
Geveko	162 100	126,00	20,4	2,6				1,60	3,8	1,5
Bure Equity	625 000	23,40	14,6	1,8				1,10	0,6	0,6
Affärsstrategerna	553 200	13,50	7,5	0,9				0,60	6,3	3,1
IT					11,8	11,6	-25,8			
Frontec	1 715 700	10,10	17,3	2,2				1,40	5,9	3,2
Micronic	140 000	119,00	16,7	2,1				1,30	0,7	0,7
TurnIT	561 000	23,50	13,2	1,7				1,00	2,7	2,5
Readsoft	750 000	13,40	10,1	1,3				0,80	2,6	1,7
Mind	4 328 000	2,20	9,5	1,2				0,70	6,8	6,8
Boss Media	900 000	9,75	8,8	1,1				0,70	1,6	1,6
Dimension	500 000	16,40	8,2	1,0				0,60	1,7	1,7
AcadeMedia	218 450	26,00	5,7	0,7				0,40	6,8	4,1
Enea Data	805 000	4,90	3,9	0,5				0,30	0,5	0,5
Telekommunikation					13,2	5,1	-12,8			
Nolato	867 000	46,50	40,3	5,1				3,10	4,6	2,4
LGP Telecom	577 400	67,00	38,7	4,9				3,00	2,1	2,1
SwitchCore	1 350 000	7,00	9,5	1,2				0,70	1,6	1,6
Utfors	354 600	22,80	8,1	1,0				0,60	0,8	0,8
Telelogic	1 000 000	6,40	6,4	0,8				0,50	0,5	0,5
Telelogic, tr	1 000 000	1,29	1,3	0,2				0,10	-	-
Media					-	3,5	0,0			
Tjänster					4,3	2,3	0,4			
BTS Group	444 167	52,00	23,1	2,9				1,80	7,6	5,3
Besthand, inkl. konv. lån	3 606 976	3,13	11,3	1,4				0,90	18,5	18,5
Likvida medel mm			86,9	11,0	11,0	-	0,3	6,80		
Totalt			791,6	100	100	100	-35,0	61,80		
Värdetförändring efter förvaltningskostnader							-35,9			

¹⁾ Marknadsvärde per Svolderaktie.

I tabellen kan exempelvis utläsas följande information. Svolders största innehav är Beijer Electronics med ett marknadsvärde på 50,0 MSEK, motsvarande 6,3 procent av substansvärdet. Beijer Electronics är ett industribolag som tillsammans med övriga företag inom branschen svarar för 29,8 procent av Svolders substansvärde. Motsvarande värde för industribolag i CSX är 19,2 procent. Portföljen är sålunda överviktad mot industribolag jämfört med CSX. Av Svolders substansvärdeförändring 2000/2001 svarade industribolagsaktierna för 0,3 procentenheter.

PORTFÖLJINRIKTNING 2001/2002

Svolder väljer aktier till portföljen utifrån individuell bolagsvärdering, så kallad "stock picking". Avgörande är tillväxtmöjligheter, långsiktig lönsamhet och kassaflöde, finansiell styrka, förmågan att distribuera överskotten till samtliga aktieägare, samt i vilken utsträckning detta är diskonterat av aktiemarknaden. Svolder strävar efter att överträffa jämförelseindex CSX, med beaktande av interna och externa krav på riskspridning. Under de senaste två verksamhetsåren har aktieurvalet i större utsträckning än tidigare kommit att göras per bransch och skulle därigenom kunna benämnas "stock picking" på branschnivå. Värderingsansatserna varierar mellan olika sektorer, där aktier i tillväxtbranscher ofta förväntas få en längre prognostiserad "skördeperiod" än aktier i mer mogna branscher. Principen om långsiktig tillväxt under lönsamhet och med beaktande av aktieägarnas rättmätiga krav på utdelning, i dag eller i framtiden, gäller dock för samtliga analyserade aktier.

Nedan berörs ett antal centrala och övergripande frågor som förväntas påverka den svenska aktiemarknaden för det kommande verksamhetsåret.

MAKROEKONOMI

Världens ekonomier är mycket beroende av tillståndet i den amerikanska ekonomin. De anglosaxiska ländernas betydelse för finansmarknaderna är ännu större – byggt på kapitalmarknadstraditioner, framstående utbildningscentra, ständig produktutveckling och inte minst betydande kapitalresurser hos olika former av kapitalförvaltare. Det är följaktligen naturligt att se till den amerikanska ekonomiska utvecklingen för att få en uppfattning om vad som senare skall påverka utvecklingen i Sverige och vår geografiska närhet.

Terrorn avbröt uppgången

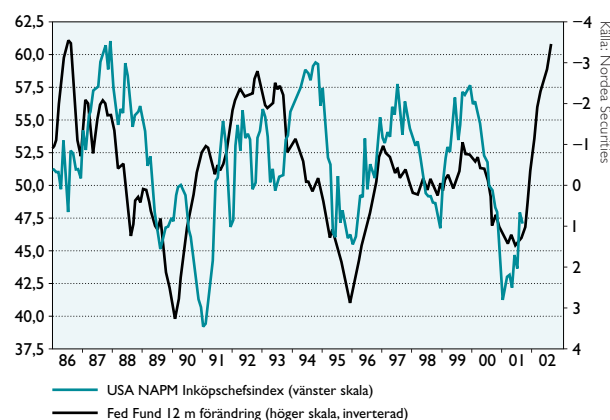
Före de tragiska händelserna den 11 september i USA visade ett flertal ledande ekonomiska indikatorer att nedgången i den amerikanska industrikonjunkturen upphört och även tendenser till förbättringar kunde skönjas. Lageravvecklingsfasen inom industrin hade under vår och sommar kommit till en punkt då ytterligare neddragningar blev mindre sannolika. Olika inköpschefsindex visade att konjunkturfallet avtog ordentligt i styrka under denna period. Den expansiva penningpolitiken från amerikanska centralbanken (FED) föreföll därmed att ha börjat ge önskvärda effekter.

De europeiska och asiatiska industriländernas utveckling följer den amerikanska med viss eftersläpning. Ledande indikatorer för hela världsekonomin visar därför ännu inte tydliga tecken på uppgång.

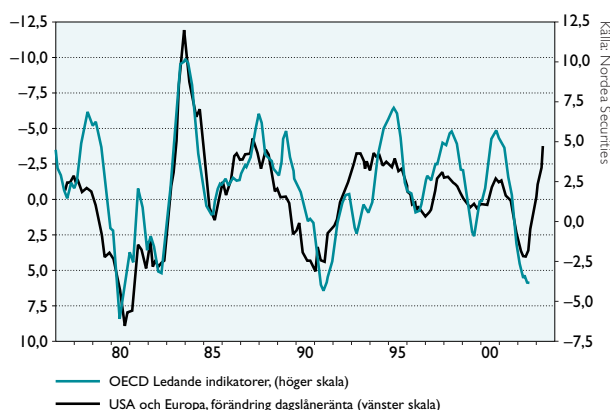
Svolder hade uppfattningen att de ekonomiska förbättringarna i USA skulle bli tydligare under det första halvåret 2002, och då kunna översättas i tillväxttal vi varit vana vid från slutet av nittioalets. Börsernas aktörer borde, enligt vårt förmenande, redan ha noterat detta (diskonterat) och enligt tidigare ekonomiska erfarenheter börjat reducera sin likviditet och istället placerat en

större del av sitt långsiktiga förvaltningskapital i aktier. Nittioalets börsuppgång och värderingsmodeller innebar dock att företagen övervärderades. Normaliseringen har visat sig ta lång tid när bolagsvinsterna fallit och kapitalmarknadsaktörernas förväntningar och beteende präglats av kortsiktighet och trendextrapolering. De uppgångar som inträffat under 2001 har varit korta och har relativt snabbt förbytts i förnyad pessimism samt osäkerhet.

USA: INKÖPSCHEFSINDEX OCH DAGSLÄNERÄNTAN



OECD: LEDANDE INDIKATORER OCH RÄNTOR



Överinvesteringar

Under hela 1990-talet skedde en markant ökning av teknologiinvesteringarna i framför allt USA, men även i övriga världen. De bottnade i en obruten optimism om nya tekniska landvinningar, till synes evig tillväxt, stora produktivitetsförbättringar och oro för tekniska problem vid millennieskiftet. Bolag inom det som populärt kallades "den nya ekonomin" ansågs ha evig tillväxt och total konjunkturokänslighet. Dessa bolag, oavsett vilken bransch de var verksamma i, byggde upp sina organisationer utifrån denna tro. Utfallet är bekant. Bolagens investeringar och därmed kapacitet blev på tok för stora när den underliggande marknaden började falla. Anpassningen har varit smärtsam, med stora neddragningar och konkurser som följd. De tillväxtbolag som tidigare ansågs vara ocykliska, visade sig i stället i många fall vara mycket känsliga för förändringar i investeringar och konjunkturutveckling. Detta torde också gälla vid bättre

konjunkturbetingelser, vilket generellt sett inte ligger i de aktuella aktiekurserna.

Kapacitetsutnyttjandet är mycket lågt inom ett flertal industrisektorer, vilket pessimisterna tar som garanti för att konjunktursvackan blir utdragen. Svolder anser också att det överinvesteras inom många branscher. Anpassningen kommer att ta viss tid, men den ekonomiska livslängden på flertalet produkter har förkortats. Ständigt nya och förbättrade produkter skapar ett investeringsbehov. Så länge osäkerheten om konjunkturen består kommer många företag att vara avvaktande till nyinvesteringar. Samtidigt är det de företag som i sådana tider omdömesfullt expanderar, som är de troliga framtida vinnarna.

Ett stort problem för framför allt den globala telekomindustrin är att många operatörer har en mycket svag finansiell ställning, till följd av snabb expansion och dyra licenser för nya mobiltelefonnät. När abonnenttillväxten mattades av minskade behovet av ny kapacitet i näten, samtidigt som kraven att stärka balansräkningarna ökade. Investeringarna i befintliga och nya nät kom därmed att sänkas.

Samlad finans- och penningpolitik

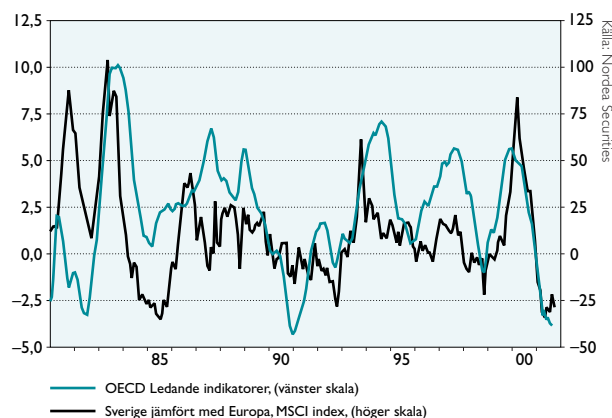
Terrorhandlingarna i USA har, i varje fall i det korta perspektivet, medfört en ytterligare påfrestning på den amerikanska ekonomin och de amerikanska hushållens konsumtionsbenägenhet. Övriga världen är självklart inte heller opåverkad av händelserna. Den starkt expansiva amerikanska penningpolitiken, kombinerat med ett flertal mycket kraftfulla finanspolitiska åtgärder, leder till att den amerikanska ekonomin får ett så kraftigt likviditets- och efterfrågetillskott att det förefaller ologiskt om detta inte skulle vända konjunkturedgången och på sikt i stället skapa en mycket kraftig tillväxt.

Priser i både producent- och konsumentled har fallit. De flesta råvarupriser, inklusive olja, har sjunkit som en följd av risken för kraftigt försämrade global tillväxt de närmaste kvartalen.

Svenska börsen är konjunkturkänslig

Svenska aktier utvecklas relativt sett bäst när världsekonomin är stark. Detta är naturligt i en öppen ekonomi med betydande utrikeshandel.

SVENSK RELATIV AKTIEUTVECKLING



Vid turbulenta kapitalmarknader ökar riskpremien mer för de små ländernas valutor och räntenivåer. I ett medellångt perspektiv finns potential, även om det i det korta perspektivet resulterar i högre avkastningskrav i Sverige än hos konkurrentländerna. Upplåningskostnaderna blir därmed högre.

VÄRDERING

Sedan våren 1993 har Svolder löpande värderat aktier i småbolag relativt aktier i stora bolag och funnit att småbolagsaktier haft en lägre värdering. För att få referensgrupperna så lika som möjligt har analysen tidigare behandlat endast de mer stabila småbolagen, dvs de som förväntas betala aktieutdelning. Då denna andel i dagsläget är i minoritet är det också viktigt att analysera hela småbolagssegmentet jämfört med de mest omsatta svenska aktierna.

FINANSIELLA NYCKELTAL OKTOBER 2001¹⁾

	Stora bolag totalt	Små bolag		Svolders portfölj	
		totalt	utdelande	totalt	utdelning
P/E 2000	13,6	34,1	9,1	15,8	11,2
P/E 2001p	16,5	12,9	11,4	17,3	11,7
P/E 2002p	13,5	10,5	10,0	14,6	9,6
P/S 2000	1,4	0,6	0,6	0,7	0,4
Räntabilitet eget kapital 2001p %	14,2	1,8	14,5	2,5	10,3
Soliditet %	44	54	45	51	42
P/JEK %	183	116	132	118	136
Direktavkastning prognos %	2,9	0	4,2	1,9	4,2
Utdelningsandel 2001p %	38	0	46	43	48
Andel utdelande bolag %	97	45		61	
Andel av segmentets börsvärde %	98	70		73	

¹⁾ Nyckeltalen är medianvärden. Analysen avser 238 små bolag, varav 108 förväntas lämna aktieutdelning för år 2001, och 29 storbolag av vilka 28 förväntas vara utdelande. Källa: Affärsvärlden, SIX och Svolder

Stora bolagen högre värderade

Småbolagens prognostiserade vinster år 2002 värderas på börsen till 10,5 gånger, vilket är tre enheter lägre än för storbolagen. Varje omsättningskrona från år 2000 värderas hos småbolagen i dagsläget till 60 öre, medan hos storbolagen till 1,40 SEK. Eftersom flertalet av småbolagen inte är utdelande, blir värdena i tabellen som belyser den finansiella ställningen och utdelningskapaciteten sannolikt något missvisande. Samtidigt som soliditeten är tio procentenheter högre än för stora bolag är direktavkastning och utdelningsandel noll, dvs väsentligt lägre än storbolagens utdelningstal. Utfallet blir naturligt då analysen utgår ifrån den mittersta observationen i urvalet, den sk medianen.

Eftersom de utdelande småbolagen utgör nästan 70 procent av det samlade värdet för CSX-bolagen blir just den jämförelsen med storbolagen särskilt relevant. Det är främst nyckeltalen avseende den finansiella ställningen och utdelningsförmågan som då kommer att förändras. De utdelande småbolagen har högre direktavkastning och utdelningsandel samt lägre värdering av det egna kapitalet än storbolagen. Värderingsskillnaderna mellan utdelande små och stora bolag ligger sammanfattningsvis på ungefär samma nivå som för ett år sedan.

Soliditeten är lägre för de utdelande småbolagen än för de icke utdelande, vilket vid en första anblick ter sig märkligt. Många IT- och tillväxtbolag har dock högt bokförda immateriella tillgångar, främst goodwill, och är finansierade med i huvudsak eget kapital. Soliditetstalen för gruppen icke utdelande småbolag torde dock snabbt minska i takt med att tillväxtföretagen tvingas skriva ned goodwill. Det är därför väsentligt att skilja på likvida, avkastande tillgångars värde och bokförda värden, vilket inte är liktydigt med utdelningskapacitet och betalningsförmåga.

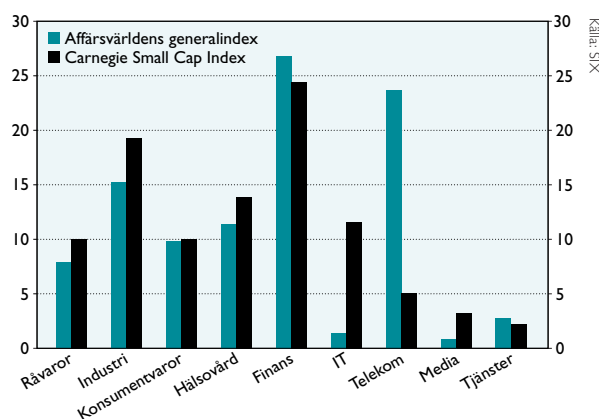
Bristande utdelningsförmåga

Andelen bolag i CSX som inte betalar någon aktieutdelning fortsätter att öka, och utgör nu 55 procent av småbolagen mot 45 procent för ett år sedan. Detta följer visserligen ökningen av tillväxtbolag inom småbolagssegmentet, vilka sällan har vare sig ambition eller kapacitet att lämna utdelning, men ökar samtidigt riskerna med placeringar i småbolag. Det faktum att 98 procent av de stora bolagen förväntas lämna utdelning för år 2001 ger en extra trygghet för placerarna till nackdel för småbolagen. Detta gäller även om Ericsson inte skulle lämna någon utdelning för år 2001. Det är vidare uppenbart att det bland de nästan 240 småbolagen finns såväl större möjligheter att finna undervärderade aktier som risker att finna lågpresterande aktier.

Aktieportföljens nyckeltal avviker inte signifikant från jämförelsegruppens. Svolders förväntade utdelningar från de aktier som på balansdagen ingick i aktieportföljen beräknas till drygt 18 MSEK, motsvarande ca 2,5 procent av portföljvärdet.

PORTFÖLJINRIKTNING

AFGX OCH CSX



BRANSCHERS OCH DELBRANSCHERS VIKTER I CSX PER 2001-08-31

Bransch vikt% (antal bolag)

Råvaror 10,0% (16)

- Olja och gas 1,7% (2)
- Kemi 0,7% (2)
- Gruv och metaller 5,5% (7)
- Skog 2,1% (5)

Industri 19,2% (54)

- Bygg och anläggningsrelaterat 2,1% (3)
- Industriella konglomerat 3,7% (7)
- Fordon och maskiner 1,5% (5)
- Grossister 1,5% (7)
- Tryckerier och kontorsvaror 2,4% (7)
- Transport 1,2% (7)
- Tekniska konsulter 1,8% (5)
- Övrig industri 4,9% (13)

Finans 24,4% (37)

- Investment förvaltningsbolag 9,7% (15)
- Övriga finansiella tjänster 1,2% (7)
- Fastigheter 13,5% (15)

Konsumentvaror 10,1% (22)

- Sällanköpsvaror 5,9% (19)
- Dagligvaror 4,2% (3)

Hälsovård 13,9% (21)

- Läkemedel 0,1% (1)
- Bioteknik 3,8% (9)
- Medicinsk teknik 7,2% (9)
- Vård 2,8% (2)

IT 11,6% (58)

- IT och Internetkonsulter 3,8% (28)
- Programvara 4,9% (22)
- Hårdvara återförsäljare 2,9% (8)

Telekommunikation 5,0% (16)

- Tele och datakommunikation 1,2% (8)
- Teleoperatörer 1,0% (3)
- Underleverantörer telekom 2,8% (5)

Media 3,5% (9)

Tjänster 2,3% (8)

Branschuppdelningen för CSX skiljer sig från den samlade svenska börsen. Överexponeringen av IT-bolag samt underexponeringen av telekomföretag – dvs Ericsson – är uppenbar. Även om skillnaden mellan de finansiella företagens andelar framstår som låg, innehåller den betydande skillnader på delbranschnivå. Fastigheter och investimentbolag dominerar inom småbolagssegmentet – banker bland de stora bolagen.

En ytterligare nedbrytning av CSX framgår tydligt av vidstående diagram, där såväl vikter som antalet möjliga portföljbolag anges per den 31 augusti 2001. Särskilt branschen Industri är heterogen, vilket framgår av de åtta delbranscherna.

Splittrad bild för industribolagen

Svolder har under föregående verksamhetsår reducerat övervikten av industriaktier i aktieportföljen. Trots sämre konjunkturbetingelser ökade värderingarna för många av dessa bolag. Nedgången i svensk ekonomi torde fortgå en bra bit in på år 2002. Eftersläpande ekonomiska indikationer som sjunkande företagsvinster och ökad arbetslöshet kan fortgå ännu längre. Konsumenternas förtroende, i kombination med sänkta värden på aktier och sannolikt även fastigheter och bostadsrätter, kan därför förväntas vara pressat ett bra tag framåt. Den privata konsumtionen kan sålunda komma att dämpas, trots ökande disponibla inkomster.

Resultattrenden är nedåtriktad samtidigt som analytikernas prognoser och placerarnas förväntningar har justerats ned. Många företag har tagit stora kostnader för personal- och kapacitetsanpassning, vilka bokförts som jämförelsestörande poster. De redovisade resultaten blir därmed avsevärt sämre än den underliggande utvecklingen. Vid en stabilisering av konjunkturen kommer det inte att behövas nya neddragningar, varför resultatjämförelserna mot föregående år blir allt lättare att överträffa. Många företag inom IT och Telekom kan därför komma att överraska positivt framöver. Å andra sidan kan cykliska bolag, som inte genomfört några kraftiga neddragningar, få svårt att leva upp till aktiemarknadens förväntningar på kort sikt.

Lageravvecklingsfasen har under sommaren 2001 sannolikt börjat nå botten för flera svenska industriföretag. Det är Svolders bedömning att aktiemarknaden har diskonterat för kraftiga framtida nedgångar för flertalet underleverantörer till telekom-, fordons- och övrig industri. De kostnadsneddragningar som genomförts är anpassade till det nya marknadsläget, och de reserveringar som gjorts bedöms i flertalet fall vara tillräckliga. Vid begränsade volymökningar kommer därför marginaltillväxten att bli betydande och senast då kommer också placerarna på allvar tillbaka på köpsidan.

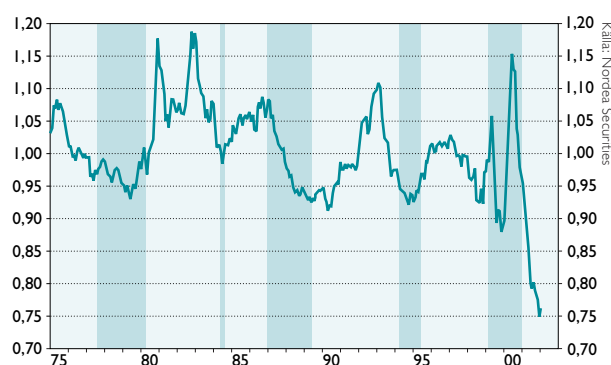
Cykliska aktier har genom likvidiseringarna av ekonomierna samt den försvagade svenska kronan blivit intressantare som placeringsobjekt. Detta gäller även en rad tillväxtbolag, som t ex vissa programvarubolag, med stor export. Visserligen torde kronan kunna förstärkas avsevärt gentemot dollarn i ett scenario med expansiv amerikansk finans- och penningpolitik, men utifrån nuva-

rande valutakursförhållanden blir ändå konkurrens-kraftssituationen mycket gynnsam.

Tid för ny sektorrotation

När tillväxten förbättras ökar investeringar och framtidsoptimism. Detta är vad tillväxtbolagen inom TIME-sektorerna särskilt behöver. De stabilare aktierna ("value") har kursmässigt kraftigt överträffat tillväxtaktierna ("growth") sedan drygt ett år. Denna sektorrotation ser vi som en flykt till bolag med säkrare vinstmöjligheter och bättre finansiell ställning. Placerarna har sänkt sin generella risknivå och höjt avkastningskravet för vissa sektorer och bolag. En vändning kan bli dramatisk till förmån för tillväxtaktierna när farhågorna för recession börjar försvinna och den utbredda pessimismen avtar.

EUROPA: RELATIV KURSUTVECKLING TILLVÄXT/VÄRDE



Anm: De skuggade partierna avser tidsperioder då FEDs penningpolitik kan beskrivas som åtstramande.

Kraftiga försäljningar av "hedgefonder" och mäklarhus torde vid förändrade omvärldsbetingelser påskynda en sektorrotation, när behovet av att täcka korta positioner blir tydligt. Svolder är därmed positivt inställt till de tillväxtbolag som har goda marknadspositioner, hög teknikhöjd, sund finansiell ställning, professionell ledning och bra ägarstruktur. Signalerna från branschens företag kommer dock att vara fortsatt negativa en bra bit in i år 2002, och under den perioden kommer kapitalanskaffningar att vara dyrbara för existerande aktieägare. Placerarnas bristande förtroende för vissa bolag torde i enskilda fall likaså vara starkt dämpande.

Ericsson visar vägen

För den svenska börsen är det nödvändigt att Ericsson-koncernens problem framstår som möjliga att hantera utan betydande kapitaltillskott, innan framtidsoptimismen kan återkomma. Det är därför inte troligt att småbolagens aktier i det medellånga perspektivet överträffar storbolagens. Vid en vändning på aktiemarknaden är det troligt att de stora och likvida aktierna stiger först. Det faktum att många av småbolagen inte lämnar utdelning och att utdelningskapaciteten är begränsad utgör också en restriktion.

Möjligen är det för tidigt att spekulera i vad som händer efter det att världsekonomin åter börjat växa normalt. Men resultatet kan mycket väl bli stigande inflation och därmed höjda obligationsräntor utifrån den expansiva

penning- respektive finanspolitiken i USA. Pristrenden för bla råvaror torde då stiga. Olika mellanhänder får lättare att höja priserna och lagervinster uppstår hos grossister. Det troliga är att producentpriserna stiger först och att det blir allt svårare att höja priserna ju närmare slutkonsumenten man kommer.

Utifrån Svolders förväntningar om tilltagande tecken på bättre konjunktur och höjda framtida obligationsräntor förefaller investeringar i defensiva placeringar – främst läkemedel, konsumentvaror och banker – mindre attraktiva. Dessa sektorer har dessutom haft en bra avkastning både i absoluta och relativa termer under de senaste två åren.

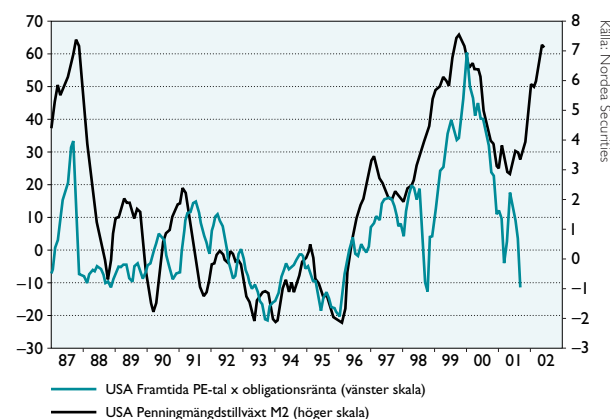
Likviditetsflöde till börsen

De starka likviditetstillskotten till aktiemarknaderna under fjolåret har minskat. Detta har särskilt gällt i USA och i stor utsträckning internationella fonder. Man kan i och för sig ifrågasätta om det är logiskt i ett läge när terrorhandlingar slår mot amerikanska intressen, att förvaltarna och andelsägarna säljer icke amerikanska aktier. Mönstret vid internationell oro går emellertid igen, säkerheten upplevs som störst ju närmare placeraren tillgångarna finns, inte att de skall vara riskspridda över flera geografiska marknader. Förvaltarna håller fortfarande en hög likviditetsandel i fonderna, samtidigt som antalet nyintroduktioner som kräver kapital är lågt. Belåningen av aktier har reducerats. Negativa faktorer är att aktiemarknaden tillförs lite kapital från företagsuppköp och att flera företag behöver nytt kapital via nyemissioner.

SLUTSATS

Värderingen av aktier i förhållande till räntor är låg i ett historiskt perspektiv. Osäkerheten om framtida resultat och hög riskpremie är troliga förklaringar. Efter kraftiga nedrevideringar av BNP-prognoser har sannolikheten ökat för positiva överraskningar. Avkastningskravet skulle då sänkas och börskurserna kunna börja stiga.

USA: AKTIEVÄRDERING OCH PENNINGMÄNGDSTILLVÄXT



Den mycket expansiva finans- och penningpolitiken, i främst USA, bedöms kunna bromsa det globala konjunkturfallet.

Efter stora kapacitets- och personalanpassningar har företagen i många fall sänkt sina kostnader dramatiskt. Återhämtningen för marginaler och resultat kan därmed bli snabb och kraftig. Särskilt gäller detta företag som gynnas av den svaga svenska kronan.

Den kraftfulla sektorrotation, ur tillväxt- och in i defensiva sektorer, som pågått sedan våren år 2000 kan i ovanstående scenario vända mycket snabbt.

Att vänta med att öka aktieexponeringen fram till att alla signaler är positiva bedömer Svolder som chansartat – aktiemarknaden har historiskt alltid varit en ledande indikator, inte en eftersläpande.

RISKANALYS

Riskanalyser efterfrågas i ökad utsträckning av institutionella placerare och professionella aktörer på kapitalmarknaden. Modern portföljteori definierar ordet risk som en avvikelse, positiv eller negativ, från ett normalvärde. Portföljteorin syftar till att försöka skapa en aktieportfölj som ger maximal avkastning vid en bestämd risknivå. Svolder har i likhet med tidigare år bett Rickard Werneker, kvantanalytiker vid MarketMath Europe AB, och kvantanalytiker Mikael Raab att göra en analys av såväl substansvärdets som börskursens risk jämfört med Carnegie Small Cap Index (CSX) under verksamhetsåret 2000/2001.

Sammanfattning

Svolders portfölj och Carnegie Small Cap Index (CSX) uppvisar båda en kraftigt negativ avkastning i absoluta tal. Svolderaktien har klarat sig betydligt bättre. Förklaringen till skillnaden är att den så kallade substansvärderabatten har minskat kraftigt under året och övergått i en premie. Investerarare viktat generellt upp i investmentbolag under sämre börstider eftersom de på så sätt tar en lägre risk.

Det har under året skett stora omviktningar i CSX, framför allt avseende IT- och industribolagen i indexet. Detta bör ha skapat avsevärda svårigheter för Svolders förvaltare att följa investeringsfilosofin att ha hög samvariation mellan Svolderportföljen och CSX. Svolder har emellertid lyckats åstadkomma detta.

Genom konstruktion av en så kallad ”effektiv front” får man ett mått på hur nära en teoretiskt optimal portfölj Svolder ligger. En sådan analys visar att Svolders portfölj detta verksamhetsår haft en något högre risk (volatilitet) än jämförelseindexet CSX. Svolder har dock med den ökade risken inte åstadkommit en överavkastning jämfört med CSX, utan ligger utdelningsjusterat något under avkastningen i CSX.

Verksamhetsåret 2000/2001

Svolders portfölj har under verksamhetsåret haft en negativ avkastning på -41,2 procent utöver utdelningen på 5,2 procent. Detta bör jämföras med Carnegie Small Cap Index (CSX), Svolders jämförelseindex, som under samma period avkastade -36,5 procent och hade en uppskattad utdelning på ca 2,0 procent. Svolders portfölj har utdelningsjusterat sålunda gått något sämre än CSX.

AVKASTNING

	Avkastning	Utdelning
Substansvärdet	-41,2%	5,2%
Svolderaktien	-15,9%	6,5%
CSX	-36,5%	2,0%

Svolderaktien har under samma period avkastat -15,9 procent och haft en utdelning på 6,5 procent. Aktien har under perioden gått mycket bättre än substansvärdet på den underliggande portföljen. Förklaringen till skillnaden är att den så kallade substansvärderabatten, skillnaden mellan Svolderaktiens pris och substansvärde, genomsnittligen inte existerat under året. Detta har framför allt två orsaker. Investerarare viktat generellt upp i investmentbolag under sämre börstider eftersom de på så sätt tar en lägre risk. Genom att äga en portfölj aktier indirekt via ett investmentbolag minskar risken jämfört med direktägande i enstaka aktier. I Svolders fall där

substansvärderabatten har gått från minus -19,0 procent i augusti 2000 till en premie på 15,6 procent i augusti 2001, är förändringen så pass stor att investerarna utöver den generella tendensen att vikta upp i investmentbolag även måste ha ett mycket stort för troende för Svolders förmåga att i framtiden vikta portföljen på ett optimalt sätt samt att hitta de mest köpvärda aktierna. Den kraftiga variationen i substansvärderabatten har medfört en relativt låg samvariation mellan Svolderaktien och substansvärdet.

Korrelation

Samvariationen (korrelationen) mellan Svolderaktien och substansvärdet har ökat något sedan föregående år och är nu 0,49. De senaste fyra verksamhetsåren har samvariationen legat mellan 0,33 och 0,59. Detta tyder på att andra faktorer än den underliggande portföljen bedöms som viktiga i värderingen av bolaget. Korrelationen mellan substansvärdet och CSX har minskat något från föregående år och är nu nere på 0,82. Under de senaste fyra åren har korrelationen mellan substansvärdet och CSX varierat mellan 0,73 och 0,93, dvs Svolderaktien har en hög och stabil samvariation med CSX.

KORRELATION

	Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
Substansvärdet	1,00		
Svolderaktien	0,49	1,00	
CSX	0,82	0,50	1,00

VOLATILITET

	Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
	21,4%	26,4%	20,9%

Volatiliteten har detta verksamhetsår minskat för substansvärdet och CSX men ökat för Svolderaktien. Volatiliteten för substansvärdet har de senaste åren legat strax över 20 procent och gör så även i år. Volatiliteten för Svolderaktien har under de senaste åren däremot varierat kraftigt mellan 20,0 till 30,9 och hamnar i år ungefär mitt i detta intervall. CSX, som förra året hade en högre volatilitet än vanligt, har åter kommit ned till en volatilitet på drygt 20. I år återkommer därmed det gamla mönstret, som sågs under 1997/1998 och 1998/1999, och som visar på en högre volatilitet för Svolderaktien än för substansvärdet och CSX. En förändring är att volatiliteten i år är högre för substansvärdet än för CSX, vilket inte har varit fallet tidigare år. Även om Svolders aktieportfölj har ungefär samma volatilitet som tidigare år så har portföljens volatilitet ökat relativt volatiliteten i CSX.

Sharpekvot

Sharpekvoten är ett riskjusterat avkastningsmått där ett högt värde anger en hög avkastning i förhållande till risknivån (volatiliteten). Ett negativt värde innebär att avkastningen understiger avkastningen från en riskfri placering typ statsskuldväxlar. Sharpekvoter med negativt värde är svårare att jämföra eftersom större negativt värde dels kan bero på lägre avkastning, dels kan bero på lägre risk. En hög risk kan alltså dölja en dålig avkastning i sharpekvoten. I år är samtliga sharpekvoter negativa varför vi inte gör någon jämförelse.

	Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
Sharpekvot	-1,85	-0,49	-1,82

Analys av den effektiva fronten

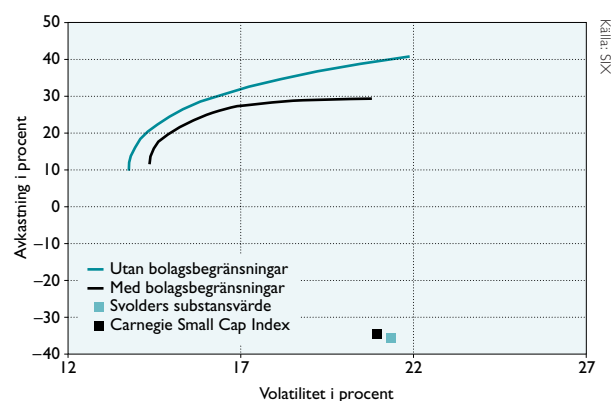
Den effektiva fronten för en portfölj anger gränsen för de möjliga kombinationer av avkastning och risk (volatilitet) som kan uppnås med de i portföljen ingående aktierna. För ett givet avkastningskrav anger fronten den portfölj som har minsta möjliga volatilitet, eller alternativt, för en bestämd volatilitetsnivå ger effektiva fronten den högsta möjliga avkastning som kan uppnås med de ingående bolagen.

Om inga begränsningar sätts på de ingående aktiernas andelar i portföljen kommer utseendet på fronten bli en andragsgradskurva. I praktiken kan man dock inte tillåta att portföljen får vilket utseende som helst. Vanliga krav på begränsningar är att inte tillåta blankning, att inte tillåta att enskilda aktier får för stor vikt i portföljen, samt att begränsa innehav i illikvida aktier. I Svolders fall är det sista kravet inte minst viktigt, eftersom portföljinnehavet består av småbolag.

Analysen av Svolders aktieportfölj har skett i två steg. Initialt har endast positivitetskrav (ingen blankning) på de enskilda aktierna satts. Effektiva fronten utgörs då av den vänstra kurvan i figuren. Stor avkastning med hög risk uppnås genom att få enskilda bolag står för en stor del av portföljen. Detta ger en dålig riskspridning och strider mot Svolders regler att maximalt 15 procent av Svolders portföljvärde får placeras i ett enskilt bolag. Lägre avkastning men också lägre risk kan erhållas genom jämnare spridning i flera bolag. Här måste vi dock sätta begränsningar på de alltför små bolagen. Som ett andra steg i vår analys inför vi därför den ovan nämnda restriktionen att

de enskilda bolagen maximalt får stå för 15 procent av Svolders portfölj. Dessutom sätter vi begränsningen att Svolders innehav i ett enskilt bolag maximalt får uppgå till 15 procent av bolagets börsvärde, även detta i enlighet med de placeringsregler Svolders styrelse ställt upp. Resultatet blir den högra kurvan i figuren. Denna kurva ger en mer realistisk bild av möjliga avkastnings- och volatilitetsnivåer, och bör därför vara lämpligare att använda vid en bedömning av Svolders portfölj.

EFFEKTIVA FRONTEN



I figuren ser man att avvikelsen mellan de båda frontkurvorna ökar med växande risk. Anledningen är givetvis att högre risk oftast innebär investeringar med stora andelar i några få bolag, vilket strider mot Svolders placeringsregler. Eftersom många av de bolag Svolder investerar i är små, bidrar även regeln att maximalt 15 procent av aktierna i ett enskilt bolag får innehas av Svolder till avvikelsen i kurvorna. Likviditetsaspekter gör dock att portföljer i området mellan de bägge kurvorna i praktiken knappast är realistiska.

Den slutsats man kan dra av figuren ovan är att både Svolders portfölj och CSX har haft en kraftigt negativ absolut avkastning. Vi ser också att Svolderportföljen trots den något högre risken inte har åstadkommit en överavkastning jämfört med CSX. Den effektiva fronten är detta verksamhetsår extremt flack, vilket medför tolkningen att en högre risk endast ger ett litet bidrag till avkastningen. Detta ger en förklaring till varför Svolder, trots en något högre risk, inte lyckats åstadkomma en överavkastning jämfört med CSX.

SVOLDERS KOMMENTAR

Verksamhetsåret 2000/2001 var ett svagt år i absoluta tal; -35,9 procent, till skillnad mot föregående år då substansvärdet steg hela 47,6 procent. Betraktas förvaltningsresultatet utifrån modern portföljteori, dvs om man särskilt beaktar utvecklingen relativt jämförelseindex ("benchmark") och den risk som tagits ("volatilitet"), har förvaltningen detta verksamhetsår faktiskt varit bättre än under fjolåret. Sett över en femårsperiod har Svolder under tre verksamhetsår skapat meravkastning för substansvärdet till lägre risk, ett år haft sämre avkastning till lägre risk (1999/2000) och senast i år haft en riskjusterad avkastning i nivå med jämförelseindex CSX. Trots betydande över- respektive undervikter för olika branscher i aktieportföljen har risknivån inte påtagligt överstigit den för CSX, vilket är tillfredsställande.

Substansvärdet har historiskt haft hög eller mycket hög samvariation (korrelation) med CSX, även om den nu senast minskat från 0,88 till 0,82. Detta anses bekräfta att Svolders val av jämförelseindex är korrekt. Omvänt kan hävdas att index styr aktieurvalet.

Korrelationen mellan börskurs och substansvärde respektive mellan börskurs och CSX har höjts under det senaste året, men är fortsatt låg. Detta innebär att det till stor del är andra faktorer än substansvärdet och jämförelseindex som styr kursstämningen av Svolderaktien. Detta kan tyckas förvånande då mycket av bolagets externa redovisningsinformation kretsar kring substansvärdets

utveckling, dvs det mått företaget bedömer bäst beskriver företagets förmögenhetsförändring.

Eftersom korrelationen mellan substansvärde och CSX är hög, finns förutsättningar för att arbitrageverksamhet i mindre skala via exempelvis CSX-terminer skulle kunna bli framgångsrik. Denna marknadsimperfection skulle då på sikt upphöra och korrelationen mellan börskurs och substansvärde respektive CSX skulle bli betydligt större. För att möjliggöra arbitrageverksamhet för professionella marknadsaktörer erfordras dock vanligen en mycket god omsättningsbarhet i underliggande värdepapper, vilket Svolderaktien i likhet med de flesta småbolagsaktier sannolikt inte erbjuder.

Volatiliteten för Svolderaktien varierar mycket mellan olika verksamhetsår. Efter att i fjol ha sjunkit från 30,9 till 23,4 procent, steg den åter under året med tre procentenheter. Aktiens volatilitet tenderar att överstiga den för såväl substansvärde som CSX när kursutvecklingen är god och omvänt när den är svag. Detta är logiskt då högre risk normalt skall kompenseras genom högre avkastning, se "effektiva fronten" vidstående sida.

Svolders aktieurval grundas på de individuella aktiernas värdering, inte utifrån modern portföljteori. Bolagets portföljpolitik uppställer därför inga maximi- eller minimikrav för aktieportföljens risk, mätt utifrån portföljteoretiska riskmått. Däremot begränsas portföljens risk av den fastställda placeringsinstruktionen.



SKATTEREGLER

Ett investmentföretag, vilket är den skatterättsliga benämningen för investmentbolag, är ett företag som uteslutande eller så gott som uteslutande förvaltar värdepapper eller liknande tillgångar och vars uppgift väsentligen är att genom ett välfördelat värdepappersinnehav erbjuda aktieägare riskfördelning och vars aktier ägs av ett stort antal privatpersoner.

Skattelagstiftningen innehåller särskilda regler för investmentföretag. Dessa regler är i princip utformade så att det för aktieägarna skall föreligga skattemässig neutralitet mellan direkt och indirekt ägande av värdepapper. Ett investmentföretag beskattas löpande för mottagna utdelningar men medges avdrag för under beskattningsåret beslutad utdelning, dock inte med så stort belopp att det uppkommer underskott.¹⁾ Intäkts- och utgiftsräntor är skattepliktiga respektive avdragsgilla. Avdrag medges även för förvaltningsutgifter. Kapitalvinster på aktier och andra delägarätter (konvertibler i SEK, aktieoptioner mm) tas däremot inte upp till beskattning. Följdenligt medges ett investmentföretag inte avdrag för kapitalförluster på aktier och andra delägarätter.

Som en kompensation för att en omsättning av aktieportföljen inte beskattas skall investmentföretag i stället ta upp en schablonintäkt på fn två procent av marknadsvärdet av aktieportföljen (inkl värdet av eventuella dotterbolag) vid ingången av beskattningsåret.¹⁾ Genom att ett investmentföretag medges avdrag för lämnad utdelning kommer företaget inte att behöva erlagga skatt i den mån den beslutade utdelningen motsvaras av schablonintäkten, mottagna utdelningar och finansnetto efter avdrag för förvaltningskostnader.

Avskattning

Om ett företag inte längre uppfyller de krav som uppställs för att vara ett investmentföretag skall i princip företagets tidigare skattefria kapitalvinster skattas av i samband med karaktärsbytet. Denna avskattning innebär att företaget schablonmässigt skall ta upp en avskattningsintäkt motsvarande 16 procent av det högsta av marknadsvärdena på aktier (och andra delägarätter) som innehafvs vid ingången av det beskattningsår då förändringen skedde eller vid något av de fem föregående beskattningsåren. Någon avskattningsintäkt beräknas dock inte till den del företagets aktier avyttrats under det år förändringen inträffade. Om Svolders skattemässiga karaktär som investmentföretag skulle upphöra kommer avskattningen att uppgå till ca 56 MSEK, motsvarande 4,40 SEK/aktie. De aktier som Svolder anskaffat före ett eventuellt karaktärsbyte skall i och med detta anses ha anskaffats för det marknadsmässiga värdet vid tidpunkten för förändringen av bolagets verksamhet.

Någon avskattningsintäkt skall inte tas upp när ett investmentföretag upplöses genom likvidation. Det innebär att Svolder – om bolaget upplöses genom beslut av bolagsstämma – beskattas för den tvåprocentiga schablonintäkten för den tid av räkenskapsåret bolaget ”finns kvar”, liksom för under året uppburna utdelningar och

ränteintäkter. Avdrag medges för förvaltningskostnader och räntekostnader, men Svolder kommer inte – eftersom en utskiftning i samband med upplösning av bolaget inte behandlas som utdelning – att kunna utnyttja något utdelningsavdrag.

Aktieägarnas beskattning vid en likvidation

Allmänt

Inlösen av aktier i samband med en likvidation räknas som en avyttring av aktierna. Avyttring anses inträda när bolaget träder i likvidation. Det betyder att det som därvid utbetalas till aktieägarna behandlas som försäljningslikvid vid kapitalvinstberäkningen. Kapitalvinsten beräknas som skillnaden mellan detta inlösenbelopp och omkostnadsbeloppet (anskaffningskostnaden) beräknad enligt genomsnittsmetoden. Vid avyttring av marknadsnoterade aktier får alternativt den så kallade schablonregeln tillämpas. Detta innebär att man som omkostnadsbelopp får ta upp 20 procent av inlösenbeloppet. För de aktieägare som placerade i Svolderaktien vid bolagets bildande, innebär detta att inlösenbeloppet skall överstiga 125 SEK per aktie för att schablonregeln skall vara förmånligast. Om omkostnadsbeloppet beräknad enligt genomsnittsmetoden skulle överstiga inlösenbeloppet uppkommer en kapitalförlust. Avdrag för denna förlust medges när den är definitiv, vilket i regel anses vara fallet först när likvidationen avslutas.

Privatpersoner

För privatpersoner (och dödsbon) som är aktieägare beskattas en kapitalvinst fullt ut i inkomstslaget kapital med en skattesats på 30 procent. En förlust är avdragsgill i sin helhet mot kapitalvinster på marknadsnoterade aktier och andra delägarätter liksom mot kapitalvinster på ej marknadsnoterade aktier, medan överskjutande förlust är avdragsgill till 70 procent. Underskott i inkomstslaget kapital kan inte sparas till kommande år utan utnyttjas samma år som skattereduktion mot inkomstskatt på förvärvsinkomst (tjänst och näringsverksamhet) och fastighetsskatt. Skattereduktion medges med 30 procent av underskott, som inte överstiger 100 000 kronor och 21 procent av överskjutande del.

Aktiebolag

För aktiebolag och andra juridiska personer (utom dödsbon) beskattas en kapitalvinst i inkomstslaget näringsverksamhet med en skattesats på 28 procent. Avdrag för kapitalförlust på aktier som innehas som kapitalplacering medges endast mot kapitalvinster på aktier och andra delägarätter under samma eller senare år.

Ändrade verksamhetsbetingelser?

Riksskatteverket (RSV) har i pressmeddelande 2000-09-22 anført att de ifrågasätter vissa investmentföretags skattestatus. RSV anser att aktiehandel inte ryms inom begreppet förvaltningsverksamhet, och anser därvid att dessa investmentföretag i stället skall rörelsebeskattas. Enligt

uppgift från investmentföretaget Bure Equity ("Bure") har Skattemyndigheten omprövat dess taxering för räkenskapsåret 1998 och ansett att Bure inte är ett investmentföretag på denna grund. Frågan har enligt uppgift från Bure hänskjutits till Länsrätten i Göteborg. Dessutom har Bure för framtida taxeringar i samma fråga begärt förhandsbesked från Skatterättsnämnden. Sådant, för Bure positivt besked, har erhållits 2001-10-03 men kan komma att överklagas av RSV till Regeringsrätten.

Svolder bedriver traditionell kapitalförvaltning och verkställer portföljförändringar utifrån bland annat offentliga aktiebud, betydande absoluta eller relativa värdeförändringar samt i övrigt förändrade omvärldsbetingelser. Svolder anser att de omsättningar som sålunda sker i portföljen inte är av den omfattning att

bolaget inte skulle uppfylla de skattemässiga kriterierna för investmentföretag, men har av försiktighetsskäl hos Skatterättsnämnden sökt förhandsbesked för bolagets framtida skattestatus som investmentföretag. Ansökan har avvisats, med motivering att den inte lämpar sig för förhandsbesked. Detta är en normal åtgärd då rättsläget är tydligt, eller när skatterättsnämnden redan behandlat en liknande ansökan. Förutsatt att inte ett eventuellt överklagande av RSV i fallet Bure bifalles av Regeringsrätten, torde Svolders skattestatus som investeringsföretag vara klargjord.

¹⁾ Regeringen har i budgetproposition föreslagit att schablonintäkten skall sänkas till 1,5 procent och att avdrag för lämnad utdelning skall medges även om det uppstår underskott. De nya reglerna föreslås gälla från och med 2003 års taxering.

*Ovanstående sammanfattning av vissa skattekonsekvenser
med anledning av bland annat en eventuell likvidation är baserad på gällande lagstiftning.
Sammanfattningen är endast avsedd som generell information och berör endast svenska skattesubjekt.
Den skattemässiga behandlingen av varje enskild aktieägare beror på dennes speciella situation.
Särskilda skattekonsekvenser som ej finns beskrivna ovan kan bli tillämpliga för
vissa kategorier av skattskyldiga och den som är osäker bör rådfråga skatterådgivare
om de speciella skattekonsekvenser som kan bli aktuella.*

FRIVILLIG LIKVIDATION

Enligt Svolders bolagsordning skall varje ordinarie bolagsstämma pröva om bolaget skall fortsätta sin verksamhet eller träda i frivillig likvidation. En likvidation innebär att bolagets tillgångar utskiftas till aktieägarna.

Förfarande

Ett beslut om frivillig likvidation fattas av bolagsstämman. Sådant beslut är enligt Svolders bolagsordning giltigt om mer än en tredjedel av på bolagsstämman företrädda aktier röstar för likvidation. Ett bolag anses ha trätt i likvidation omedelbart i och med beslutet, om inte bolagsstämman beslutar om ett annat datum. Likvidationsbeslutet anmäls till Patent- och registreringsverket (PRV), som utser bolagets likvidator. En likvidator, som kan sägas ersätta styrelsen och verkställande direktören under likvidationsprocessen, ansvarar för avvecklingen av bolagets verksamhet. Likvidatorn kallar därefter via tingsrätten på bolagets okända borgenärer. En kallelseperiod på sex månader börjar i och med detta att löpa.

Styrelsen och VD i bolaget skall avge redovisning för perioden från senaste balansdagen till likvidationsdagen. Denna redovisning skall revideras samt framläggas för aktieägarna på en bolagsstämma. Under kallelseperioden realiserar vanligen bolagets tillgångar samt betalas dess skulder. Efter kallelseperiodens utgång kan återstående tillgångar utskiftas till aktieägarna, med undantag för belopp motsvarande bland annat tvistiga fordringar och skulder. När likvidatorn fullgjort sitt uppdrag avger denne slutredovisning, som granskas av bolagets revisor och framläggas på bolagsstämma. Därefter är bolaget upplöst. Den totala tidsåtgången uppgår till minst tio månader, till stor del pga den obligatoriska kallelseperioden på sex månader. Avvecklingen av bolagets portfölj förväntas ske i takt som främjar bolagets aktieägare och eventuella fordringsägare. Likviden för de avyttrade aktierna placeras på ett sätt som maximerar en i kronor säker avkastning.

DEFINITIONER

Nyckeltal Svolder (sidan 5)

Aktiens kursutveckling – Senaste betalkurs för B-aktien på balansdagen i förhållande till börskursen närmast föregående balansdag samt i förhållande till introduktionskursen (25 SEK/aktie) 1993-06-30.

Aktieportföljens direktavkastning – Under verksamhetsåret mottagna utdelningar i relation till ingående substansvärde.

Börsvärde – Senaste betalkurs för B-aktien den 31 augusti respektive år multiplicerat med bolagets totala antal aktier (12 800 000), justerat för fondemission. Avspeglar aktiemarknadens värdering av bolagets tillgångar, framtidsmöjligheter och skötsel.

Carnegie Small Cap Index (CSX) – Ett värdeviktat index för svenska börsbolag med ett börsvärde mindre än ca 5,8 miljarder kronor (augusti 2001).

Direktavkastning – Föreslagen/beslutad utdelning i förhållande till börsvärde.

Förvaltningskostnader – Kostnader enligt resultaträkning, samt i relation till genomsnittligt substansvärde.

Genomsnittligt substansvärde – $(UB+IB)/2$.

Ingående (IB)/utgående (UB) – IB avser verksamhetsårets start 1998-09-01, 1999-09-01 respektive 2000-09-01 och UB dess slut 1999-08-31, 2000-08-31 respektive 2001-08-31.

Substansvärderabatt /-premium – Börsvärde i relation till utgående substansvärde, enligt lämnade definitioner. Om börsvärdet är lägre än substansvärdet har aktien en rabatt, annars premium. Benämns ofta investeringsbolagsrabatt/-premium

Likviditet – Likvida medel med tillägg av nettot av aktiehandelns oregerade likvider, enligt balansräkning på respektive balansdag, i relation till utgående substansvärde. Anger bolagets kortsiktiga betalningsförmåga.

Lämnad utdelning – Utbetalning av utdelning avseende föregående verksamhetsår.

Portföljens omsättningshastighet – Under verksamhetsåret försålda aktier (försäljningspris) i relation till verksamhetsårets genomsnittliga substansvärde.

Soliditet – Substansvärde i relation till totala tillgångar för aktuell balansdag. Historiska värden har justerats för ny redovisningsprincip (alla portföljens aktier värderas till marknadsvärden). Netto redovisning av aktiehandelns oregerade likvider. Anger bolagets finansiella ställning.

Substansvärde – Eget kapital. Historiska värden har justerats för ny redovisningsprincip. Anger bolagets förmögenhet.

Substansvärdeförändring/-tillväxt – Skillnaden mellan utgående och ingående substansvärde, samt denna i relation till ingående substansvärde, samt i förhållande till introduktionskursen (25 SEK/aktie) 1993-06-30.

Utdelning – Styrelsens förslag till bolagsstämman 2001 för verksamhetsåret samt beslutad utdelning för 1998/1999 och 1999/2000.

Utdelningsandel – Föreslagen/beslutad utdelning i förhållande till utgående substansvärde.

Vidareutdelningsandel – Av styrelsen föreslagen utdelning, i relation till under verksamhetsåret mottagen utdelning.

Vinst efter skatt – Årets resultat.

Nyckeltal Analys (sidan 25)

Börskursen – Företrädesvis köpkurs 2001-10-08. Motsvarande värde för CSX och AFGX var denna dag 348,3 respektive 197,2.

Direktavkastning – Kvoten mellan förväntad utdelning och börskurs per aktie.

Justerat eget kapital (JEK) – Redovisat eget kapital per aktie plus 72 procent av obeskattade reserver och över/undervärden i reelltillgångar.

Medianvärde – Den mellersta observationen i populationen då den rangordnas.

P/E – Kvoten mellan börskurs per aktie och vinst per aktie efter skatt för aktuellt prognosår.

P/S – Kvoten mellan börskurs per aktie och fakturering per aktie. Fakturering hänför sig till närmast avslutade verksamhetsår.

Räntabilitet – Prognostiserad vinst per aktie i förhållande till under året ingående justerat eget kapital per aktie.

Soliditet – Andel eget kapital inklusive 72 procent av obeskattade reserver i förhållande till totala tillgångar för senast kända bokslut.

Utdelningsandel – Kvoten mellan förväntad utdelning och vinst per aktie.

Vinst per aktie – Resultat efter finansiella poster och faktisk eller bedömd skatt per aktie för närmaste prognosår.



Foto: Statens Historiska Museum

BOLAGEN

BEIJER ALMA · BESTHAND · BOSS MEDIA · JC · NOLATO · UTFORS

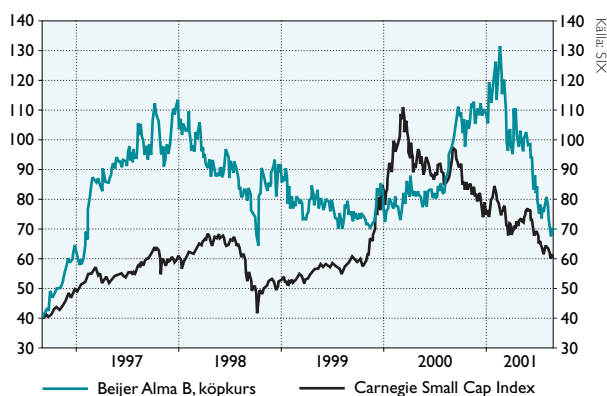
Svolder har på balansdagen 34 småbolagsaktier i portföljen. Bland dessa har sex bolag valts ut för en närmare presentation och översiktlig aktieanalys. Urvalet har skett utifrån ett flertal kriterier som syftar till att ge rimlig balans mellan olika regioner, branscher samt positiva och negativa bidragsgivare till Svolders substansvärde. Textinnehållet har i sin helhet bearbetats av Svolder. Berörda bolag har givits tillfälle att yttra sig över beskrivningen och Svolders kommentar. Angivna prognosvärden är gjorda av Svolder och inte av de enskilda bolagen. Avslutningsvis skall betonas att placeringarna i de presenterade bolagen, i likhet med övriga placeringar, inte skall betraktas som strategiska. Beskrivningarna är gjorda under mitten av oktober månad 2001.

BEIJER ALMA

Svolders innehav	694 800 aktier
Svolders andel	7,7% av kapital och 3,7% röster
Börskurs (–värde)	69 SEK/aktie (649 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	6,1%

Beijer Alma är en internationellt verksam industrigrupp som tillverkar komponenter till kunder inom högteknologiska branscher. Verksamheten bedrivs i de fyra dotterbolagen Habia Cable, Lesjöfors, Elimag Industri och Stafsjö Bruk.

KURSUUTVECKLING



Beijer Alma har under de senaste åren renodlats från ett konglomerat med verksamhet inom bl a industri, handel och utvecklingsbolag till en fokuserad industrikoncern. Under våren 2000 tillträdde Bertil Persson som VD. En ny strategi slogs fast under sommaren 2000. Innebörden av denna är att skapa en underleverantörsgroup, bestående av komponenttillverkare till kunder inom högteknologisk inriktade branscher. Förvärvet av Elimag den 1 januari 2001 var en del i denna strategi. Störst exponering av dotterbolagen mot telekomsektorn har Habia med ca 50 procent, följt av Elimag ca 25 procent och Lesjöfors ca 15 procent.

Under det första halvåret 2001 uppgick omsättningen till 709 MSEK, en ökning med 31 procent inklusive förvärv. Resultatet efter finansnetto blev 6 MSEK, efter att strukturkostnader om 23 MSEK tagits. Dessa kostnader är en konsekvens av den avmattning som skett inom telekombranschen och avser i första hand lönekostnader för uppsagd personal. Ungefär 13 procent av de anställda vid ingången av 2001 har sagts upp. Av omsättningen gick 24 procent till telekomsektorn. Övriga viktiga kundgrupper är medicinteknik, försvars-, fordons- och skogsindustrin.

De finansiella mål som ställts upp säger att omsättningsstillväxten genomsnittligen ska vara minst 15–20 procent per år, rörelsemarginalen i respektive dotterbolag minst 12–15 procent samt soliditeten lägst 40 procent.

Nedan beskrivs kortfattat de tre största dotterbolagen, vilka tillsammans svarar för drygt 90 procent av omsättningen.

Habia är en av Europas största tillverkare av specialkabel för telekommunikations-, försvars-, transport- och kärnkraftsindustrin. Produktion finns i Sverige, Tyskland

och Kina. Ett omfattande investeringsprogram genomfördes under 2000 och början av 2001. Kapaciteten för tillverkning av telekomprodukter har tredubblats jämfört med inledningen av 2000. Tyskland är den största marknaden till följd av stark försäljningstillväxt och förvärvet av Isotec under 2000. De senaste fem åren har Habias omsättning stigit med i genomsnitt 19 procent per år med en genomsnittlig rörelsemarginal om knappt 14 procent.

Lesjöfors är en internationellt verksam fullsortimentsleverantör av standard- och specialproducerade fjädrar, tråd och banddetaljer till industrikunder. Ett konsekvent arbete att fokusera bolaget mot tillväxtområden, ökad teknisk nivå och högre andel egna produkter har skett. Investeringsnivån har därför varit hög de senaste åren, och bolaget står väl rustat för en konjunkturuppgång. Lesjöfors har de senaste fem åren visat en genomsnittlig årlig omsättningsökning om 25 procent med en genomsnittlig rörelsemarginal på 13,5 procent.

Elimag bedriver dels höghastighetsbearbetning i aluminium till bl a telekom-, försvars- och rymdindustrin, dels kontraktstillverkning inom medicinsk teknik. Den senare verksamheten har haft lönsamhetsproblem, varför strukturåtgärder har vidtagits. Stora kapacitetsinvesteringar har genomförts inom höghastighetsbearbetning. Liksom för övriga koncernföretag krävs det större volymer och högre kapacitetsutnyttjande än dagens för att nå bra lönsamhet.

Svolders kommentar

Svolder gjorde sin första investering i Beijer Alma under slutet av år 2000. Därefter ökades innehavet successivt under första halvåret 2001. Motiven och analysen bakom förvärven var att värderingen var låg i förhållande till den av oss prognostiserade omsättnings- och resultatstillväxten samt andra liknande företag. Vidare hade stora kapacitetsinvesteringar genomförts som skulle höja resultatet ordentligt. Timingen vid köpen var, sett i efterhand, inte den bästa. Första kvartalets resultat var visserligen mycket bra, men den kraftiga avmattningen inom telekombranschen slog hårt mot Beijer Almas resultat under det andra kvartalet. För tillfället finns det inga klara tecken på att branschen har vänt uppåt, vilket kommer att påverka även avslutningen av 2001 negativt. De genomförda strukturåtgärderna får positiv effekt redan under slutet av 2001, men sammantaget blir det ändå ett mellanår. Med facit i hand kan det konstateras att även företagsledningens timing vid strategibytet, kapacitetsinvesteringarna och förvärvet av Elimag inte var optimal.

År	NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)						Årlig tillväxt
	1996	1997	1998	1999	2000	2001 p ¹⁾	
Omsättning	89	100	114	110	120	149	11%
Res. e skatt	6,90	7,80	8,30	6,60	9,50	2,20	-21%
Eget kapital	40	43	49	53	60	67	11%
Utdelning	2,50	3,00	3,25	3,50	4,00	3,00	4%

¹⁾ Svolders prognos

Svolder ser positivt på de senaste årens fokusering av koncernen. Vår bedömning är att tillväxtpotentialerna är goda för Habia, Lesjöfors och Elimag när väl konjunkturen, och framför allt telekombranschen, återhämtar sig. Historiskt har både Habia och Lesjöfors haft bra tillväxt och höga marginaler. Vi ser inga hinder för dessa företag att kunna återskapa sin historiska lönsamhet.

Nyckeltalen anses attraktiva utifrån kvaliteten i bolagen och dess tillväxtpotentialer. Svolder räknar dessutom

med att Beijer Alma kommer att delta i strukturomvandlingen i underleverantörsledet till telekombranschen.

Den största risken är att svackan i telekombranschen blir långvarig och att kapacitetsutnyttjandet förblir lågt.

Dagens värdering anses mer än väl tar hänsyn till denna risk, utifrån ett försiktigt antagande om en normalårsvinst på drygt 10 SEK/aktie och ett synligt eget kapital om knappt 70 SEK/aktie.

BESTHAND

Svolders innehav	2403488 aktier ¹⁾
Svolders andel (före konvertering)	18,5% av kapital och röster
Marknadskurs (–värde)	3,13 SEK/aktie (61 MSEK) ²⁾
Andel av Svolders portfölj	1,4%

¹⁾ Därtill utställda köpoptioner med resultatrelaterat lösenpris och köpoptioner till villkorat pris.
²⁾ Inkl förvärvs- och nyemissionslikvid för konverteringslån.

Besthand utgör Svolders enda onoterade aktieinnehav. Huvuddelen av innehavet, som utgörs av aktier, konverteringslån och optioner, har tillkommit genom tecknande av nyemission tillsammans med annan extern part. Besthand bedriver bemannings- och säljstödande verksamhet för detaljhandeln. Omsättningen 2001 beräknas till drygt 100 miljoner kronor. Antalet hel- och deltidanställda är för närvarande drygt 900 personer.

Marknad i förändring

Förändringsarbetet i dagligvarubranschen sker snabbt och ett antal nya förutsättningar har skapats. Utvecklingen drivs av lönsamhetsskäl, stärkt konsumentmedvetenhet samt internationella förebilder. Butikskedjorna har blivit större och kostnadseffektivare. Den lokala butiken bedriver inte längre några leverantörsorienterade förhandlingar – detta sker av kostnadsskäl i stället centralt. Säljkärens arbete blir därför mer fokuserat på exponeringsarbete och kraven på säljarna förändras. I vissa fall, som hos stormarknader, får säljarna inte ens besöka butiken – utan skall endast svara för plockfunktionerna.

Mindre tid ägnas också åt matförberedelser hos det enskilda hushållet. Hälften av konsumenternas middagsinköp sker tämligen oplanerat och skapas i allt större utsträckning utifrån exponering och upplevelse. Den lokala butiken blir marknadsplatsen och den naturliga platsen för kundbearbetning. Karaktären av marknadsbearbetning skiftar också under såväl dag som vecka. Detta kan därefter inriktas på massmarknadsförsäljning eller professionell och individuell försäljning mot kund. Efter arbetstid är exempelvis efterfrågan på helt eller delvis färdiglagade maträtter stor, inte tidigare på dagen och i ännu mindre utsträckning under helger då mat ofta tillagas som del i en upplevelse.

Kunder, personal och historik

Verksamheten startade 1993 och bedrevs i mindre skala under namnet Säljexpo fram till år 2000. Sedan dess har företagen Vendo, Topwork och Marknadsmix förvärvats.

Säljexpos kompetensområde var demonstrationer och andra upplevelser i butik, medan Vendo arbetade med plockhjälp, defektering, konkurrensbevakning, marknadsundersökningar och telefonbearbetning. I Topworks verksamhet ingick uthyrning och rekrytering av butikspersonal. Marknadsmix, är en reklambyrå med fokus på reklam för dagligvarubranschen.

Besthands kundreferenslista upptar en mängd kända varumärken, bland annat Abba, Arla, Cederroths, CloettaFazer, Findus, Gröna Konsum, Löfbergs Lila, Procter & Gamble och Vivo Daglivs. Kunderna är såväl butikskedjor som livsmedelskedjor.

Besthands medarbetare har lång erfarenhet av arbete på alla nivåer inom dagligvarubranschen. Det gäller såväl butikssom leverantörsledet, och från butiksgolvet till ledning av större livsmedelskoncerner och detaljhandelskedjor. Koncernledning och styrelse är mycket branschkunig. Koncernchef är Stefan Sjöstrand, tidigare VD på OLW. Styrelsens ordförande Göran Nord har förflutit som chef för ICA Partihandel. I styrelsen finns ytterligare gedigen erfarenhet av ledning och utveckling av detaljhandelskedjor och ledande koncerner inom konsumentproduktområdet.

Verksamheten är i dagsläget rikstäckande, men ambitionen är att bli marknadsledande i Norden. Besthands expansion skall ske genom organisk tillväxt och via förvärv. Många av förvärvsobjekten är lokala. Dessa har inte så stora möjligheter att expandera på egen hand när de ledande kedjorna respektive livsmedelproducenterna kräver geografisk bredd. Besthand är å sin sida rikstäckande, har i dagsläget den finansiella stabiliteten samt kapaciteten att förvärva bolag.

Svolders kommentar

Svolder har tillsammans med H&B Capital – ett investeringsbolag specialiserat på hälsovård och konsumentvarumärken samt med en ägarkrets bestående av bland annat Sjätte AP-fonden, Skandia, Alecia, LRF och Orkla – förvärvat aktier, men framförallt nyemitterat kapital till Besthand. Kvar på ägarsidan finns grundare, utvecklare av verksamheten samt den verkställande direktören. Ägarsituationen bedöms skapa nödvändig finansiell trygghet i ett allmänt dåligt riskkapitalklimat. Branschkunskap i ledning och styrelse skapar i sin tur en trygghet för ägarna, där H&B har en väsentligt mer aktiv roll än Svolder. Besthands finansiella och operationella risk bedöms som

förhållandevis låg, då detaljhandeln är tämligen konjunkturoberoende och verksamheten inte är särskilt kasaflödeskrävande.

Såväl Besthand som den nordiska detaljhandelsmarknaden befinner sig i ett utvecklingskede. Ambitionen är att växa snabbt under de förändrade nordiska marknadsbetingelserna, men med stora krav på att expansionen

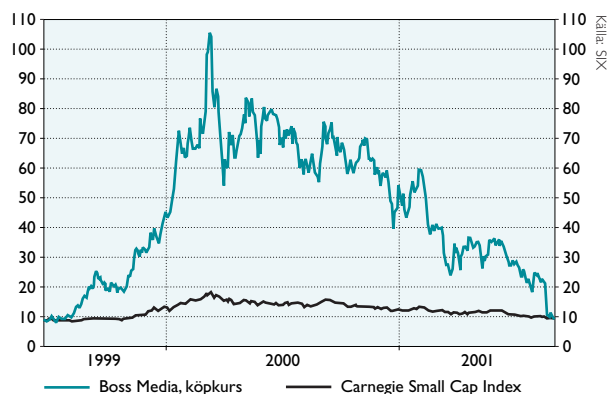
sker under god kontroll. Målet är vidare att bolagets aktier skall vara möjliga att marknadsnotera under 2003, om marknadsbetingelserna då är gynnsamma och tillfället bedöms vara rätt för företaget och dess aktieägare. Då bör omsättningen ha flerfaldigats från dagens 100 MSEK, samt vinstmarginalen ha visat förutsättningar för att uthålligt närma sig tio procentenheter.

BOSS MEDIA

Svolders innehav	900 000 aktier
Svolders andel	1,6% av kapital och röster
Börskurs (–värde)	9,75 SEK/aktie (541 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	1,1%

Boss Media är en leverantör av helhetslösningar för att bedriva kasinoverksamhet på Internet. Bolaget erbjuder sina kunder anpassade klient/server-system, integrerade betalningssystem samt service och support. Försäljning sker till kunder (licenstagare) på global basis.

KURSUUTVECKLING



Boss Media startade sin nuvarande verksamhet 1997 och har uppvisat vinst sedan 1999. Bolaget har hittills tecknat 38 licensavtal, främst till nystartade internetaktörer. Tre av de senast tecknade avtalen har gjorts med landbaserade kasinoföretag. Under senare delen av år 2000 märkte bolaget att efterfrågan i allt större utsträckning började förskjutats från de nystartade internetaktörerna till den landbaserade spelindustrin. Detta har resulterat i längre och mer komplicerade upphandlingar. Det är inom denna kundgrupp, där bolagen har etablerade varumärken, som den framtida tillväxten kommer att vara starkast. Konkurrensen bland den gamla kundgruppen har ökat och bristen på riskkapital bidrar till att vissa av aktörerna kommer att få svårigheter att utvecklas. Under 2001 har detta för Boss Media avspeglats i minskade licensförsäljningsintäkter och svag royaltyutveckling för befintliga kunder/kasinson. I takt med den nya kundtillströmningen förväntas royaltyintäkterna åter att visa tillväxt, dock först under 2002. Royaltyintäkterna skall ses som Boss Medias viktigaste intäktskälla.

Bolaget har också ett eget internetkasino, Gold Club Casino, som i dagsläget står för cirka 25 procent av net-

toomsättningen. Utöver licensintäkter, royaltyintäkter och spelnettot ifrån Gold Club Casino så har bolaget service- och supportintäkter samt annonsintäkter ifrån sin portal casino.com.

Förändringarna i branschen gör att Boss Media kommer att omorganisera och effektivisera sin verksamhet. Kostnaden för detta beräknas till ca 15 Mkr och kommer att belasta det andra halvårets resultat 2001. Kostnaderna å andra sidan förväntas minska med cirka 30 Mkr på årsbasis.

En av Boss Medias huvudkonkurrenter är det Nasdaq-noterade CryptoLogic Inc., med säte i Kanada. CryptoLogic omsätter ungefär dubbelt så mycket som Boss Media och har en rörelsemarginal på cirka 45 procent, att jämföra med Boss Medias cirka 35 procent. CryptoLogic visar en stabilare, men historiskt lägre, omsättningstillväxt än Boss Media – dvs cirka 30 procent jämfört med Boss Medias cirka 55 procent, men som avtagit under det senaste året. Börsvärderingen av CryptoLogic överstiger Boss Medias sett till omsättning och resultat.

Boss Medias målsättning är att år 2003 ha en nettoomsättning på minst 600 Mkr, att antalet sålda licenser sammanlagt skall uppgå till 50 stycken och att vinstmarginalen lägst skall vara 30 procent. Till skillnad mot flertalet IT-bolag har Boss Media en utdelningspolicy som innebär att bolaget långsiktigt skall dela ut 30–50 procent av resultatet efter skatt till aktieägarna. Utdelningen för år 2000 var 0,40 kr per aktie, vilket motsvarade drygt 40 procent av resultatet.

Svolders kommentar

Svolders placering i Boss Media gjordes utifrån ambitionen att finna ett tillväxtbolag inom IT-sektorn med en stabil finansiell ställning med relativt lågt konjunkturberoende. Branschförändringarna och den svaga royaltyutvecklingen på befintliga kasinson har inneburit att osäkerheten kring Boss Media har ökat under året. När bolaget inte tecknade några nya landbaserade licensavtal under det första halvåret, samtidigt som man kommuni-

År	NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)				Årlig tillväxt
	1998	1999	2000	2001 p ¹⁾	
Omsättning	1	2	3	4	56%
Res. e skatt	-0,20	0,50	1,00	0,60	em
Eget kapital	0	1	1	3	488%
Utdelning	0	0	0,40	0,20	em

¹⁾ Svolders prognos

cerat om långt gångna förhandlingar, tappade aktiemarknaden i det rådande bistra IT-klimatet såväl förtroende som tålamod för bolaget. Detta har också avspeglats i kursutvecklingen. Under det tredje kvartalet har två nya licenser tecknats mot den landbaserade spelindustrin och en del av aktiemarknadens förtroende har återskapats.

Svårigheten är att se när de tecknade landbaserade kunderna börjar generera royaltyintäkter och i vilken omfattning. En av de nya kunderna är på egen begäran ännu ej namngiven, vilket försvårar att bedöma potentialen i just det avtalet. Klart är dock att det är viktiga referenskunder för fortsatt licensförsäljning och att det stär-

ker förtroendet för bolaget och dess produkt. Detta bekräftar också av att en redan etablerad operatör valt att byta sin nuvarande mjukvaruplattform till Boss Medias. Bolaget arbetar vidare aktivt med sin kvalitetsimage genom certifiering, åtgärder för god genomlysning av vinstutbetalningarna och en informativ rapportering.

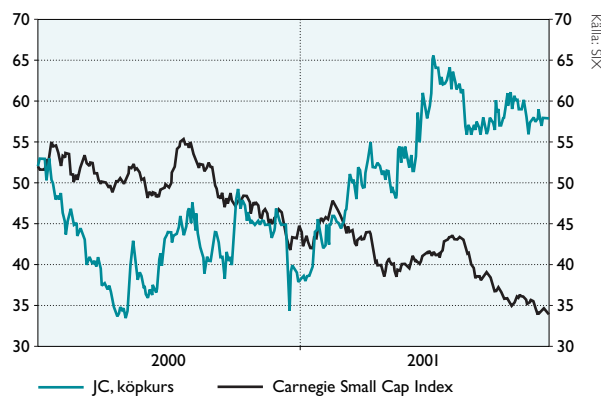
De senast tecknade licenserna stärker uppfattningen om bolagets framtid. Svolder bedömer att Boss Media kommer att lyckas att ta fler kunder inom den landbaserade spelindustrin. Boss Medias finansiella ställning är god och bolaget visar vinst samt har ett positivt kassaflöde. Därigenom bör expansionen kunna ske utan krav på nyemitterat kapital

JC

Svolders innehav	374 800 aktier
Svolders andel	4,0% av kapital och röster
Börskurs (-värde)	58,50 SEK/aktie (543 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	2,8%

JC säljer kläder genom de fyra koncepten Jeans & Clothes, Boys & Girls, Brothers och Sisters. Varje koncept har sin väl definierade målgrupp och marknadsposition. Butiker finns i Norden och Tyskland. Försäljningen sker via franchisebutiker, egna butiker och en grossiströrelse.

KURSENTVECKLING



JC bildades för cirka 40 år sedan och drevs fram till slutet av 1999 som en frivillig fackhandelskedja, då en ombildning skedde till en detaljhandelskedja med egna butiker och franchisebutiker. Företaget har idag 265 butiker, varav 57 är egna. I Sverige, som står för 78 procent av försäljningen, är marknadsandelen cirka fem procent och JC är därmed det fjärde största klädföretaget. På försäljning av jeans är JC störst med en marknadsandel om cirka 20 procent. Norge är den näst största marknaden med 16 procent av försäljningen och en marknadsandel om 1,5 procent. Andelen inom jeanssegmentet är även här betydligt större. Tyskland, Finland och Danmark svarar för resterande sex procent av försäljningen. JCs positiva försäljningsutveckling har inneburit att marknadsandelarna överlag har ökat.

Under första halvåret 2001 uppgick försäljningen till 842 MSEK, en ökning med 21 procent. Resultatet efter

finansnetto ökade samtidigt från 7,8 till 11,7 MSEK. Rörelsemarginalen steg från 1,5 till 1,7 procent. Utlandsverksamheten och Sisters visade förlust. Säsongs- och försäljningsmässigt är andra halvåret alltid bättre än det första.

Koncepten Jeans & Clothes och Boys & Girls finns i samtliga länder, medan de övriga koncepten bara finns i Sverige. Undantaget är en butik i Köpenhamn med samtliga koncept. I Norge och Finland finns expansionsmöjligheter både med befintliga koncept och med Brothers och Sisters. I Danmark och Tyskland planeras det i nuläget inte för någon expansion. Några nya länder är inte aktuella.

Inför börsnoteringen 2000 sattes ett antal tillväxt- och lönsamhetsmål upp för perioden fram till 2002. Bland dessa kan nämnas en årlig tillväxt på minst 15 procent och en rörelsemarginal om minst fyra procent. Antalet butiker ska årligen öka med cirka 20 stycken, varav cirka hälften ska vara egna. Förvärv ska ske av 5–6 franchisebutiker per år på strategiska orter. De egna butikernas andel av försäljningen ska öka från 13 procent 1999 till cirka 30 procent 2002. Utvecklingen visar hittills på en hög måluppfyllelse.

Strategin bakom de olika koncepten är att följa med kunderna upp i ålder. Boys & Girls vänder sig till barn mellan 6–13 år och svarar för drygt 20 procent av den totala försäljningen. Därefter tar Jeans & Clothes vid, primärt för kunder mellan 14–25 år. Basen för dess försäljning är jeans, vilket varit och fortsatt bedöms vara helt rätt modemässigt. Konceptet svarar för 60 procent av försäljningen. Brothers och Sisters inriktar sig främst mot åldersgruppen 20–45 år till män respektive kvinnor. Fokus är hög kvalitet och servicegrad. Brothers, som funnits sedan 1992, står för cirka 15 procent av försäljningen. Sisters, som lanserades i augusti 2000, har än så länge ganska liten försäljning. Den nya verksamheten har hittills inte riktigt levt upp till företagsledningens förväntningar. Åtgärder med sortimentet har vidtagits som bedöms ge positiv effekt under hösten.

En central och viktig strategi är att sortimentet ska vara uppbyggt av egna varumärken, marknadsledande varumärken och trendmärken. Fördelningen ska vara 80–85 procent egna varumärken och resten externa.

Konkurrenterna utgörs främst av lokala enskilda fackhandlare, butikskedjor och sportkedjor. Exempel på konkurrenter inom de olika koncepten är H & M, Lindex och MQ.

Svolders kommentar

Svolder gjorde sina första köp av JC-aktier i samband med börsnoteringen våren 2000. Introduktionskursen var 60 SEK/aktie, vilket i efterhand visade sig vara högt. Börskursen gick kraftigt ner under de första månaderna och noterades som lägst under sommaren 2000. Bolaget fortsatte att utvecklas väl i linje med de planer som presenterats i prospektet, vilket innebar att Svolder successivt ökade sitt innehav. Från såväl noteringskursen som botenkursen har JC utvecklats betydligt bättre än CSX index. Anledningen kan vara att aktier i konsumentvarubolag har gått bra, att JC visat upp en mycket positiv resultatrend och att de klart uttalade målen har behållits och är på väg att infrias. Förtroendet för företagsledningen är därmed högt.

Intresset från analytiker och förvaltare har ökat för JC efter den kursmässigt dåliga starten som noterat bolag. Företagets information till aktiemarknaden är av god kvalitet och regelbunden, bl a lämnas försäljningsstatistik månadsvis.

Strategin att förvärva egna franchisebutiker är framgångsrik, då en redan inarbetad butik oftast kan köpas till

ett rimligt pris. Återbetalningstiden blir därmed kort, samtidigt som koncernens totala lönsamhet stiger.

De största riskerna är en kraftig nedgång i konjunkturen och den privata konsumtionen, modemissar i kollektionerna samt valutaberoendet. JCs inköp sker i huvudsak i utländsk valuta.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1997	1998	1999	2000	2001 p ¹⁾	Årlig tillväxt
Omsättning	121	135	141	179	208	14%
Res. e skatt	3,20	4,80	1,90	3,40	4,50	9%
Eget kapital	30	37	39	52	55	9%
Utdelning	0	0	0	1,00	1,30	em

¹⁾ Svolders prognos

Bolagets relativa litenhet på börsen och den begränsade likviditeten i aktien har medfört att bolaget, enligt Svolder, inte fått den värdering som det förtjänar utifrån fundamentala faktorer som tillväxt och vinst. Aktiekursen är i nivå med det egna kapitalet. En osäkerhet vid noteringen var om ägarstrukturen, med många handlare, skulle kunna leda till intressekonflikter. Därför var det en positiv signal för aktieägarorienteringen att bolaget började ge utdelning betydligt tidigare än vad som angavs i noteringsprospektet.

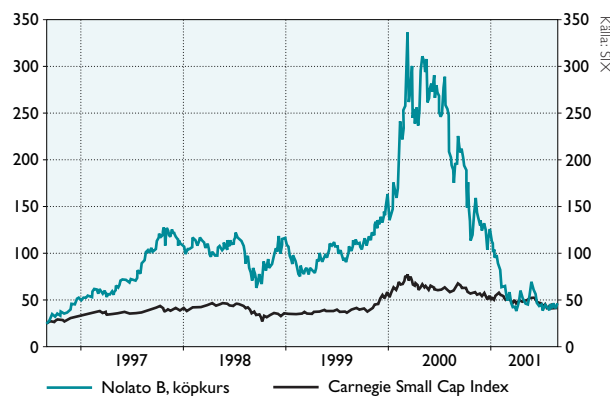
NOLATO

Svolders innehav	867 000 aktier
Svolders andel	4,6% av kapital och 2,4% av röster
Börskurs (–värde)	46,50 SEK/aktie (874 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	5,1%

Nolato är en internationell koncern med dotterbolag som är systemleverantörer av komponenter i plast och gummi till kunder inom mobiltelefoni, övrig telekommunikation, industri, fordon och medicinteknik. Verksamheten bedrivs i de fyra affärsområdena Mobile Communication, Industrial Components, Branded Products och Medical Components. De senaste åren har ett flertal företagsförvärv och egna etableringar genomförts inom de två förstnämnda. Dessa två affärsområden svarar för cirka 90 procent av Nolatos omsättning, varför den fortsatta genomgången kommer att fokusera på dem.

Koncernen har under de senaste fyra åren haft en genomsnittlig årlig omsättningstillväxt om 46 procent. Andelen försäljning utanför Sverige har under samma period gått från 27 till 48 procent. Lönsamheten har varit god, med en genomsnittlig rörelsemarginal om 9,5 procent. Den snabba tillväxten och den allt mer internationaliserade verksamheten beror på en tydligare fokusering mot kunder inom mobil telekommunikation. Nolato visade en mycket stark omsättningstillväxt under de tre första kvartalen 2000, medan resultatillväxten minskade redan under kvartal tre. Därefter har utvecklingen varit mycket svag. Problemen kan till största delen härledas till affärsområde Mobile.

KURSUTVECKLING



De indikationer Nolato fick från sina mobiltelefonkunder under första halvåret 2000 om en fortsatt mycket positiv volymutveckling ledde till stora kapacitetökningar i produktionen och förvärv av företaget Shieldmate i Chicago, med Motorola som huvudsaklig kund. Dessa prognoser visade sig vara helt felaktiga och en kraftig minskning av tillväxten skedde under det andra halvåret. Flera stora kundprojekt försenades eller lades ned helt. Ytterligare en dramatisk förändring i telekombranschen var den snabba utflyttningen av produktion från Europa och USA till lågkostnadsländer i främst Asien. Nolato drabbades extra hårt eftersom Ericsson är den klart största kunden på mobiltelefonutrustning.

Nolatos företagsledning insåg problemen relativt tidigt och påbörjade en kraftfull neddragning av kostnader och

kapacitet. Bara inom affärsområde Mobile har cirka 1100 anställda sagts upp det senaste året. Dessutom har fabriker stängts i Sverige och USA, inklusive Nolato Shieldmate. Kostnaderna för dessa neddragningar har redovisats som jämförelsestörande poster. De uppgår totalt till 480 MSEK. Under kvartal 2 i år vände den europeiska verksamheten inom Mobile till vinst, medan förlusterna fortsatte i USA, därav beslutet att stänga produktionen i Nolato Shieldmate under kvartal 4. Under andra kvartalet startades en begränsad produktion i Kina.

Affärsområdena Industrial Components och Branded Products påverkas av den allmänna konjunkturen, och har märkt en nedgång under 2001. Framst är det marknadsområdet mot Telekom/Konsumentelektronik som har drabbats. Volymerna har minskat, vilket nödvändiggjort åtgärder för att sänka kostnaderna i Sverige och Ungern.

Svolders kommentar

Svolder har varit ägare till Nolatoaktier under olika perioder och följt bolaget under lång tid. Framför allt uppskattas den industriella kompetensen, teknikhöjden i produktionen och den historiskt goda utvecklingen.

År	NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)						Årlig tillväxt
	1996	1997	1998	1999	2000	2001 p ¹⁾	
Omsättning	38	83	100	114	176	138	29%
Res. e skatt	2,50	5,90	6,20	8,60	2,80	neg	em
Eget kapital	22	27	35	41	41	18	6%
Utdelning	0,75	1,50	1,80	2,20	0	0	em

¹⁾ Svolders prognos

Det senaste årets utveckling har med all önskvärd tydlighet visat på de snabba förändringar som underleverantörer i telekombranschen kan utsättas för. Nolato med sin stora exponering mot mobiltelefonmarknaden, och i syn-

nerhet Ericsson, har drabbats extremt hårt. Utifrån denna turbulens, sänkt omsättning och resultat finns det anledning att bedöma rörelserisken som hög. När dessutom nettoskulden stigit till cirka 900 MSEK och soliditeten sjunkit till låga 18 procent, är den finansiella risken inte heller försumbar. Aktiemarknaden har givetvis noterat detta och börskursen har fallit ordentligt.

Eftersom företagsledningen agerade så snabbt och kraftfullt på de negativa signaler som kunderna levererade under slutet av 2000 och början av 2001, bedömer Svolder att det räcker med att volymerna stabiliseras för att lönsamheten åter ska bli acceptabel. Detta bekräftas av utvecklingen under kvartal 3. Det återstående problemet inom Mobile var Shieldmate i Chicago. Denna verksamhet kommer till största delen att stängas under kvartal 4, kostnader för nedläggningen reserveras samt all goodwill för förvärvet skrivs ned. Svolder anser att de värsta problemen har passerats för Nolato och att resultatjämförelserna blir allt enklare att överträffa.

Nolato är leverantör till ett par av Ericssons nya mobiltelefonmodeller, vilka fått bra mottagande i media och hos konsumenterna. Resultateffekten av dessa order borde främst börja synas under det kommande halvåret.

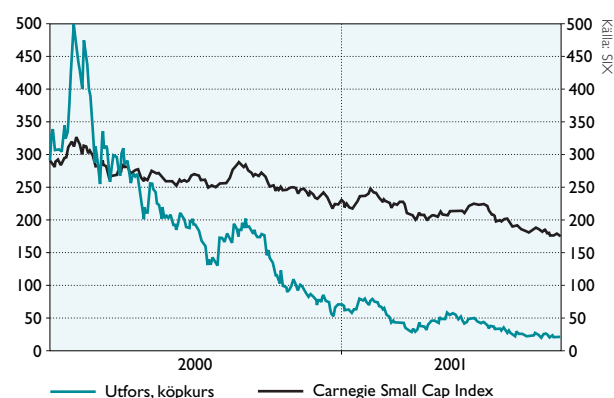
Det är svårt att värdera Nolato efter det senaste årets turbulens, som inte bedöms vara bestående. Utgår man från en normalårsvinst om 6–7 SEK/aktie är dagens värdering låg. Denna vinstnivå nåddes under åren 1997–1999, varför den inte borde vara ouppnåelig i framtiden. Det centrala under inledningen av 2001 var att vända det negativa kassaflödet, vilket skedde under det andra kvartalet. Ett fortsatt positivt kassaflöde sänker den finansiella risken. Svolders slutsats är att resultattrenden nu har vänt upp och att värderingen i det perspektivet inte är hög. Det ska inte heller uteslutas att strukturaffärer blir aktuella när branschens aktörer bättre kan överblicka den närmaste framtiden.

UTFORS

Svolders innehav	354 600 aktier
Svolders andel	0,8% av kapital och röster
Börskurs(-värde)	22,80 SEK/aktie (1 047 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	1,0%

Utfors är en operatör som erbjuder bredbandsbaserade kommunikationstjänster till främst företagsmarknaden i Sverige samt huvudstadsregionerna i Norge, Finland och Danmark. Den viktigaste tjänsten för detta är den sk IP-porten, en paketering av höghastighetsaccesser, för Internet, företagsdatanät (VPN) samt telefoni. Till detta erbjuder Utfors ett antal nya mervärdestjänster. Utfors erbjuder också nätkapacitet till andra nätverksoperatörer och tjänsteleverantörer i Norden samt kommunikationstjänster till privatmarknaden i Sverige.

KURSUUTVECKLING



Utfors bildades 1995 och har haft nuvarande affärsmodell sedan 1998. Under 2001 har Utfors genomgått en omvandling från omfattande nätbyggnad till koncentration mot försäljning, marknadsföring, leveranser och vida-

reutveckling av tjänsteutbudet. Bolaget har hittills tecknat avtal på drygt 1 000 IP-portar, varav över 640 stycken i år. Mer än 400 är aktiva och genererar intäkter. Målsättningen är långsiktigt att leverera 2 000 IP-portar årligen, att vid årsskiftet 2002/2003 ha 3 000 aktiva IP-portar samt att därmed också ha ett positivt rörelseresultat före avskrivningar. Snittintäkten per aktiverad IP-port och månad är i dagsläget ca 12,4 kSEK. Kapaciteten som Utfors erbjuder är 2, 10, 100 eller 1 000 Mbit/s. IP-porten står i dagsläget för ca 15 procent av nettoomsättningen. Utfors har påverkats av den försämrade konjunkturen framför allt genom längre införsäljningstider.

Nätutbyggnaden omfattar i dagsläget ca 6 500 km, varav ca 4 000 km är driftsatt. Utbyggnaden är i stort sett avslutad, vilket innebär en avtagande framtida investeringsnivå. Bolaget har investerat cirka 2,5 miljarder i det egna nätverket. Nätverksrelaterad försäljning till andra operatörer står för cirka 19 procent av nettoomsättningen. Utfors stora tillgång till kapacitet i sitt egna nät ger bolaget möjlighet att byta kapacitet med andra nätägare och även på så sätt expandera.

Utfors försäljning av uppringd Internet och telefoni har hittills utgjort merparten av intäkterna, motsvarande ca 60 procent. Bolaget har drygt 140 000 aktiva privatabonnemang, varav ca 80 000 utgjordes av internettjänster och resten av telefoni. Detta har minskat på kvartalsbasis. Rådande konkurrens- och prisbild gör att bolaget avvaktar med någon storskalig satsning inom detta område.

Bolaget ser Song Networks och Telia som sina främsta konkurrenter. I dagens upphandlingar möter Utfors främst Song Networks, men Telia underskattas inte om de ökar sin satsning på företagsmarknaden för bredband. Det senaste året har få nya aktörer etablerat sig på bredbandsmarknaden, vilket kanske kan förklaras med rådande borsklimat för hela telekomsektorn. Under juli 2001 tecknade bolaget framgångsrikt ett sexårigt syndikerat låneavtal på 950 Mkr.

Svolders kommentar

Utforsaktien har jämte andra noterade operatörer och telekombolag haft mycket svag kursutveckling det senaste året. Orsakerna ses mer som bransch- än bolagsspecifika. Utfors har i stora drag levererat vad man utlovat för perioden. Försäljningen av IP-portar har visat god tillväxt under året. Detta är ytterst viktigt för bolaget. Genom de

ökade volymerna kan kapacitetsutnyttjandet höjas och de uppställda finansiella målen uppfyllas. Samtidigt har det varit en viss fördröjning av installationstakten.

År	NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)				Årlig tillväxt
	1998	1999	2000	2001 p ¹⁾	3 år
Omsättning	0	2	6	10	280%
Res. e skatt	-0,40	-2,20	-2,70	-8,80	em
Eget kapital	0	6	28	19	240%
Utdelning	0	0	0	0	em

¹⁾ Svolders prognos

Utfors koncentration mot företags- och organisationsmarknaderna anses riktig utifrån deras tillväxtpotential. Bolaget erbjuder sina kunder en högteknologisk lösning med hög kapacitet till ett konkurrenskraftigt pris. Bolaget har ett antal stora kunder inom olika branscher, exempelvis SAAB, Ericsson, Expressen, Riksbyggen, Intenia och Deloitte & Touche. Ramavtal har vidare tecknats med Statskontoret för offentlig upphandling. IT-centralisering samt multimediaapplikationer (t.ex videokonferenser) kommer successivt att öka bandbreddsbehovet.

Med dagens stora tillgång på kapacitet och infrastruktur samt aktuell prisbild är det svårt att bedöma värdet på Utfors nätverk. Däremot kan Utfors egna tillgång på infrastruktur göra det möjligt för bolaget att expandera genom byten samt nätverksförsäljning. I det kortare perspektivet är det billigare att hyra kapacitet än att bygga egen infrastruktur.

Den största oron kring Utfors rör bolagets och branschens finansiella situation. Bolagets största ägare Norsk Vekst skall avvecklas och några av Utfors kunder och konkurrenter har ansträngda finanser. Det råder exempelvis osäkerhet kring den brittiska bredbandsoperatören Pangeas framtid – en av Utfors kunder inom nätverksförsäljning. Som ett naturligt led av detta har Utfors i mitten av oktober offentliggjort ett kostnadsbesparingsprogram.

Utfors börsvärde, tillsammans med koncernens nettoskuld om drygt 400 MSEK vid halvårsskiftet 2000/2001, utgör en mycket försiktig värdering av gjorda investeringar och etablerade kundavtal. Detta visar också på den potential som kan frigöras om Utfors förmår att uppfylla uppställda verksamhetsmål och aktiemarknadens inställning till telekomoperatörer förändras.

FÖRVALTNINGSBERÄTTELSE

Styrelsen och verkställande direktören för Svolder aktiebolag (publ) får härmed avlämna årsredovisning för perioden 2000-09-01–2001-08-31.

Efterföljande resultat- och balansräkning, kassaflödesanalys och bokslutskommentarer utgör en integrerad del av årsredovisningen.

Verksamheten

Svolder AB är ett rent investmentbolag som huvudsakligen placerar i marknadsnoterade aktier i svenska mindre företag. Bolagets A- och B-aktier noteras på Stockholmsbörsens O-lista.

Med aktier i småbolag avses främst vid Stockholmsbörsen noterade aktier med ett marknadsvärde som för närvarande understiger 5 800 MSEK. Jämförelseindex är Carnegie Small Cap Index – CSX.

Ägar- och aktiekapitalförändringar

En fondemission 1:1 genomfördes den 18 januari 2001, varvid antalet aktier fördubblades till totalt 12 800 000 st.

I enlighet med bolagsordningen kan aktieägare, efter ansökan hos bolagets styrelse, omvandla A- till B-aktier. Under verksamhetsåret har 100 000 A-aktier omstämplat till B-aktier. Bolagets aktier är på balansdagen fördelade på 1 904 776 A-aktier och 10 895 224 B-aktier.

Antalet aktieägare per den 30 juni 2001 var enligt statistik från Värdepapperscentralen (VPC) ca 7 800. Detta är en ökning med ca 500 aktieägare under tolv månadersperioden. Några betydande ägarförändringar har inte inträffat under verksamhetsåret. Bolagets största aktieägare är Sjätte AP-fonden, AMF Pension och Ernströmgruppen.

Året som gått

De börsnedgångar som inleddes under våren 2000 har, med små avvikelser, fortsatt under hela verksamhetsåret 2000/2001. Kursfallen har påverkat i stort sett samtliga börser. Särskilt har aktier i teknologi- och tillväxtbolag drabbats. Detta är ett omvänt förhållande mot de närmast tidigare verksamhetsåren och speglar placerarnas väsentligt sänkta riskvilja samt lägre förväntningar om den framtida tillväxten för världens ekonomier – särskilt inom områden som telekom, internet, IT och media (TIME). Kvaliteten på dessa bolags och externa betraktares framtidsbeskrivningar har minst sagt varit bristfällig. Detta, tillsammans med placerarnas tidigare brist på kritisk analys och stora fokus på relativ kursutveckling, har skapat den utdragna och kraftiga börsnedgången.

Följaktligen har de av telekom starkt beroende börserna i Sverige och Finland, samt teknikbörser av typen Nasdaq i USA och Neuer Markt i Tyskland, drabbats hårdast.

Affärsvärldens generalindex föll 37,3 procent under verksamhetsåret och Nasdaq hela 57,1. De mer heterogena börserna har inte fallit lika mycket. Exempelvis sjönk amerikanska Dow Jones Industriindex endast 11,7 pro-

cent. MSCI världindex, mätt i USD, sjönk 26,4 procent. Småbolagsaktier som grupp har under merparten av börsnedgången utvecklats mindre dåligt än de stora, men har på senare tid fått se sina börsvärden reduceras i större utsträckning. CSX föll under verksamhetsåret med 36,5 procent före beräknad utdelning om 2,0 procent.

Den svenska kronan har kraftigt försvagats mot flertalet stora handelspartners valutor. USD och brittiska pund stärktes drygt 10 procent, men överträffades av Eurons uppgång om 13,0 procent. Euron har varit särskilt stark under den senare delen av verksamhetsåret. Endast den japanska yenen har gått ned i förhållande till SEK, -11,6 procent, dock efter kraftiga uppgångar åren dessförinnan. Den svenska industrins konkurrenskraft har sålunda förbättrats ytterligare. Detta bör positivt påverka världsmarknadens framtida efterfrågan på svenska varor och tjänster samt underbygga de svenska företagens vinstmarginaler.

Konjunkturutvecklingen har genomgående varit svag och nedgången har under året accelererat i Europa, Asien och Latinamerika. Försvagningen av den amerikanska industrikonjunkturen förefaller under senare tid att ha upphört och sannolikt också övergått i en viss förbättring. Osäkerheten ligger i dagsläget snarare i huruvida också konsumentefterfrågan skall genomlida samma kraftiga fall som industrin gjort.

Den svaga konjunkturen och successivt sjunkande inflation har samtidigt inneburit sänkta internationella obligationsräntor. Den amerikanska penningpolitiken har i takt med de negativa omvärldsfaktorerna blivit allt mer expansiv (sänkta kortrräntor). I Europa har penningpolitiken inledningsvis karakteriserats som åtstramande, men inriktningen har på senare tid förändrats. Ränteutvecklingen är en central kraft för aktiemarknaderna. I synnerhet i USA borde centralbankens penningpolitik därför redan ha givit positiva följd effekter.

Substansvärdets förändring

Svolders substansvärde sjönk, inklusive till aktieägarna utbetald utdelning, med 35,9 procent. Detta är något sämre än jämförelseindex som, inklusive uppskattade mottagna utdelningar, föll ca 34,5 procent.

I takt med det ökande inslaget av tillväxtbolag inom småbolagssegmentet har dessa aktier också fått ett större genomslag i Svolders portfölj. Detta har inverkat negativt på den absoluta värdeförändringen. Aktier som Frontec, TurnIT, Nolato, SwitchCore och Utfors har särskilt belastat substansvärdet 2000/2001. Innehaven i såväl Frontec som Nolato bidrog däremot väsentligt till substansvärdet under verksamhetsåret 1999/2000, medan övriga tre redan då var belastande. Aktieinnehaven i Lindab, Axfood och NIBE gav störst positivt bidrag, i Lindabs fall till följd av offentligt uppköp.

Aktieportföljens övervikt av industri- och konsumentvaruaktier påverkade den relativa värdeutvecklingen positivt. Framför allt undervikten av hälsovårdsaktier samt

övervikten av aktier i telekombranschen hade däremot en negativ betydelse. Aktieurvalet inom finans-, konsumentvaru- och tjänstesektorn var framgångsrikt, något som inte gällde inom branscherna Råvaror, IT och Hälsovård.

Kursutveckling

Svolders B-aktie föll 9,4 procent under verksamhetsåret, inklusive till aktieägarna utbetald utdelning om 5,50 SEK, och handlades på balansdagen senast till 71,50 SEK. Svolders A-aktie, vilken har mycket låg börsomsättning, hade samma dag en senaste köpkurs om 51 SEK, men omsattes dessförinnan senast till 75 SEK.

B-aktien värderades på balansdagen med en premie i förhållande till substansvärdet om 15,6 procent. Under verksamhetsåret har aktien genomsnittligen handlats med en premie om 1,8 procent, och under två tredjedelar av de veckovisa informationstillfällena har börsvärdet överstigit substansvärdet. B-aktien har omsatts under verksamhetsårets samtliga börsdagar, med en genomsnittlig omsättning om ca 9 300 aktier per dag.

Aktieportföljen

Under verksamhetsåret har aktier för brutto 528,0 och 571,2 MSEK förvärvats respektive sålts. Till aktieägarna har lämnats aktieutdelning om 70,4 MSEK. Likvida medel (inklusive oreglerade likvider) har minskat 10,2 MSEK och utgjorde på balansdagen 87,2 MSEK, motsvarande 11,0 procent av bolagets substansvärde.

Aktieportföljen var på balansdagen överviktad mot sektorerna Industri, Konsumentvaror och Telekommunikation. Undervikt gällde för branscherna Råvaror, Finans, Hälsovård och Media. Svolder placerar utifrån aktiers egenskaper snarare än branschexponering. Branschindelningen kan också vara något missvisande. Branschen Råvaror innehåller exempelvis ett stort antal företag som bättre hade klassats som industribolag.

Kommentarer kring flertalet köp och försäljningar har löpande gjorts i Svolders delårsrapporter. Transaktionerna, liksom gällande portföljstrategi, beskrivs dessutom utförligt i särskilda textavsnitt i den samlade årsredovisningen som distribuerats till aktieägarna.

Konjunkturbedömare världen över justerar löpande ned sina tillväxtprognoser, vilket får negativa följdverkningar för bolags och regeringars investeringsvilja samt den privata konsumtionen. Svolder har fortsatt en försiktig inställning till den europeiska konjunkturutvecklingen för de närmaste kvartalen, medan uppfattningen kring USA:s framtida utveckling är mer positiv.

Börsutvecklingen brukar vara en ledande konjunkturindikator, inte en eftersläpande. Särskilt intressant vid aktievärdering är de framtida ränte- och inflationsförväntningarna. Prisökningstakten har stegvis minskat och den amerikanska centralbanken har under verksamhets-

	2000/2001		1999/2000		1998/1999	
	12 mån		12 mån		12 mån	
	MSEK	SEK/Aktie	MSEK	SEK/Aktie	MSEK	SEK/Aktie
Mottagen utdelning mm	27,6	2,20	30,6	2,40	30,4	2,40
Förvaltningskostnad	-12,0	-0,90	-9,6	-0,80	-12,8	-1,00
Resultat aktier	-498,8	-39,00	430,1	33,60	62,4	4,90
Redovisat resultat	-483,1	-37,70	451,1	35,20	80,0	6,30
Lämnad utdelning	-70,4	-5,50	-54,4	-4,25	-54,4	-4,25
Förändring substansvärde	-553,5	-43,20	396,7	31,00	25,6	2,00
Ägarnas värdeförändring	-483,1	-37,70	451,1	35,20	80,0	6,30
Substansvärde (UB)	791,6	61,80	1345,1	105,10	948,4	74,10

Anm. Värderna per aktie är genomgående avrundade till hela tiotal öre, med undantag för Svolders lämnade utdelning som anges exakt.

året kunnat bedriva en expansiv penningpolitik. Skillnaden mellan långa och korta räntor är i dagsläget betydande. Denna så kallade positiva avkastningskurva är vanligen en utmärkt indikator för en förbättrad industrikonjunktur och tillhörande börsuppgång. Svolder gör därför bedömningen att förutsättningar finns för en positiv börsutveckling när väl den amerikanska industrikonjunkturen påvisar stryka. Denna tidpunkt har skjutits framåt i tiden till följd av terrorhandlingarna i USA den 11 september 2001. I Sverige är framgången av Ericssonkoncernens rationaliserings- och strukturarbete dessutom mycket betydelsefullt för såväl näringslivets tillväxt som det allmänna borsklimatet.

Förändrad redovisningsprincip

Ett investmentbolags resultat består till övervägande del av värdeförändringar av de olika innehaven i aktieportföljen. Det synliga resultatet, såsom det vanligen redovisas av investmentbolag, blir istället beroende av vilka placeringar som realiserats. Det är styrelsens uppfattning att Svolders resultat bäst beskrivs av substansvärdets utveckling, inklusive till aktieägarna utbetald aktieutdelning. Resultatet enligt resultaträkningen blir, enligt ett sådant synsätt, detsamma som förändringen i substansvärde mellan två rapporttillfällen. Sådana relevanta resultat- och värdebegrepp har sedan länge på framskjuten plats belysts i bolagets delårsrapporter och årsredovisningar.

Från och med detta årsbokslut har Svolder valt att redovisa värdepappersinnehaven till marknadsvärde. Periodens förändringar i marknadsvärde redovisas i resultaträkningen som en del av "resultat från värdepapper". Samtliga jämförelsetal har därvid justerats.

Denna nya princip överensstämmer med EUs 4:e och 7:e bolagsrättsliga direktiv, men avviker för närvarande från årsredovisningslagen. I övrigt har samma redovisningsprinciper och bedömningsgrunder använts som i senaste årsredovisning. Effekterna av principbytet framgår av bokslutskommentarerna.

Resultat

Rörelseresultatet under verksamhetsåret uppgick till -486,6 (448,6) MSEK. Utdelningsintäkterna uppgick till 24,1 (28,1) MSEK, och nettot av finansiella poster till 3,5 (2,5) MSEK. Årets resultat blev -483,1 (451,1) MSEK, motsvarande -37,70 (35,20) SEK/aktie. Redovisnings-

principerna har förändrats, se ovan respektive boksluts-kommentarerna nedan.

Likviditet och soliditet

Vid verksamhetsårets slut uppgick Svolders likvida medel, inklusive nettot av aktiehandels oreglerade likvider, till 87,2 (97,4) MSEK. Vid denna tidpunkt var bolagets soliditet 100 procent. Bolaget har inga långfristiga skulder och dess checkräkningskredit om 10 MSEK är inte utnyttjad.

Utdelning

I enlighet med bolagets utdelningspolicy – minst fem procent av bolagets utgående substansvärde skall årligen utdelas till aktieägarna – kommer styrelsen att föreslå bolagsstämman att 3,50 (5,50) SEK per aktie lämnas i aktieutdelning. Förslaget motsvarar 5,7 procent av utgående substansvärde och en direktavkastning om 4,9 procent utifrån balansdagens börskurs. Sänkningen är en följd av det svaga börsutvecklingen och nedgången i substansvärdet.

Personal

Svolder hade på balansdagen 5 (4) anställda; två förvaltare/analytiker, två administratörer samt verkställande direktören. VDs anställningsvillkor framgår av not 1.

Incitamentsprogram

Svolders styrelse har under verksamhetsåret gjort en översyn av det incitamentsprogram som antogs 1998, se not 2. Det reviderade programmet strävar fortsatt efter att belöna de anställda om de långsiktigt skapar ett mervärde för bolagets aktieägare. Med mervärde avses i första hand substansvärdetillväxt utöver jämförelseindex. Därutöver kan styrelsen, utifrån egen bedömning, premiera anställda för bland annat värdeskapande aktiviteter mot aktie-marknaden, aktiens värdering samt god kontroll över den löpande verksamheten. För verksamhetsåret har en bonus-reservering, inklusive sociala kostnader, om 1 200 kSEK gjorts.

Styrelse

Svolders styrelse fastställer årligen en arbetsordning för styrelsen samt en VD-instruktion. Arbetsordningen anger bl a styrelsens ålägganden, ansvarsfördelningar, mötesplan och vilka ärenden som skall föreläggas styrelsen. Bolagets styrelse sammanträder ca sex gånger om året, vanligtvis i anslutning till företagets rapporteringstillfällen. Extra styrelsemöten förekommer vid behov. Härutöver sker löpande kontakter mellan styrelseledamöterna.

Styrelsen fastslår vidare en placeringsinstruktion samt övriga behörighetshandlingar för verkställande direktören och övriga ledande befattningshavare. Instruktionen följer den portföljpolitik som presenteras i bolagets samlade årsredovisning. Verkställande direktören ansvarar för den löpande aktieförvaltningen och att bolaget uppfyller sin informationsplikt i enlighet med lagar och föreskrifter, exempelvis Stockholmsbörsens noteringsavtal. Styrelsen kontrollerar att placeringsinstruktionen efterföljs och deltar därutöver i strategiska portföljdiskussioner.

Ledamöterna tillställs regelbundet information från bolaget rörande portfölj- och substansvärdeutveckling, samt övriga för bolaget centrala händelser.

Skattestatus

Investmentbolaget Bure Equity (Bure) har fått sin skattestatus som så kallat investmentföretag enligt 39 kap. 15 § inkomstskattelagen (1999:1229) ifrågasatt av Skattemyndigheten i Göteborg, som menar att Bure inte ”uteslutande eller så gott som uteslutande” bedrivit förvaltning av värdepapper. Frågan har enligt uppgift från Bure hänskjutits till Länsrätten i Göteborg. Dessutom har Bure för framtida taxeringar i samma fråga begärt förhandsbesked från Skatterättsnämnden. Sådant, för Bure positivt besked, har erhållits 2001-10-03 men kan komma att överklagas av Riksskatteverket till Regeringsrätten.

Svolder bedriver traditionell aktieförvaltning och verkställer portföljförändringar utifrån bland annat offentliga aktiebud, betydande absoluta eller relativa värdeförändringar samt i övrigt förändrade omvärldsbetingelser. Svolder har sedan bolagets start deklarerat och beskattats som sk investmentföretag. I syfte att undanröja den osäkerhet som Skattemyndigheten i Göteborgs agerande i fallet Bure skapat, har Svolder likaså hos Skatterättsnämnden ansökt om förhandsbesked om bolagets skattestatus. Ansökan har 2001-10-08 avisats med hänvisning till att den inte lämpar sig för förhandsbesked. Skatterättsnämndens ställningstagande gjordes samtidigt som fallet Bure slutbehandlades, vilket bör tydliggöra även Svolders skattestatus som investmentföretag – förutsatt att inte ett eventuellt överklagande bifalles av Regeringsrätten.

Förslag till vinstdisposition

Till bolagsstämmans förfogande står:

balanserad vinst	kSEK	954 664
årets resultat	kSEK	-483 109
Summa	kSEK	471 555

Styrelsen och verkställande direktören föreslår att:

till aktieägarna utdelas 3,50 SEK/aktie	kSEK	44 800
kvarstående belopp balanseras i ny räkning	kSEK	426 755
Summa	kSEK	471 555

Stockholm den 19 oktober 2001

MATSOLA PALM
Ordförande

HÅKAN BOHLIN

MATS GULDBRAND

ERIC HIELTE

KARIN KRONSTAM

ULF HEDLUNDH
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 25 oktober 2001.

Vi har i denna upplyst om att redovisningen av värdepappersinnehaven avviker från årsredovisningslagen.

THOMAS THIEL
Auktoriserad revisor

GEORGE PETERSSON
Auktoriserad revisor

RESULTATRÄKNING

	(kSEK)	2000/2001	1999/2000
Resultat från värdepappersförvaltning			
Utdelningar		24 123	28 080
Resultat från värdepapper	Not 3	-498 804	429 911
Övriga rörelseintäkter		19	237
Summa resultat från värdepappersförvaltning		-474 662	458 228
Förvaltningskostnader	Not 4,5	-11 955	-9 583
Rörelseresultat		-486 617	448 645
Finansiella intäkter och kostnader			
Ränteintäkter och liknande resultatposter	Not 6	3 535	2 497
Räntekostnader och liknande resultatposter	Not 7	-27	-34
Resultat efter finansiella poster		-483 109	451 108
Skatt		-	-
Årets resultat		-483 109	451 108

KASSAFLÖDESANALYS

	(kSEK)	2000/2001	1999/2000
Den löpande verksamheten			
Utdelningar		24 123	28 080
Övriga rörelseintäkter		19	237
Förvaltningskostnader		-11 955	-9 583
Rörelseresultat		12 187	18 734
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet		1 738	-3 241
Erhållen ränta/betald ränta, netto		2 951	1 437
Betald inkomstskatt		-	-
Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapitalet		16 876	16 930
Förändringar av rörelsekapitalet			
Ökning (+)/minskning (-) av kortfristiga skulder		276	-179
Kassaflöde från den löpande verksamheten		17 152	16 751
Investeringsverksamheten			
Köp av värdepapper		-529 462	-904 759
Försäljning av värdepapper		571 225	1 021 960
Investeringar i maskiner och inventarier		-39	-248
Kassaflöde från investeringsverksamheten		41 724	116 953
Finansieringsverksamheten			
Utbetald utdelning		-70 400	-54 400
Kassaflöde från finansieringsverksamheten		-70 400	-54 400
Ökning (+)/minskning (-) av likvida medel		-11 524	79 304
Likvida medel vid periodens början		115 407	36 103
Likvida medel vid periodens slut		103 883	115 407

BALANSRÄKNING

	(kSEK)	2001-08-31	2000-08-31
TILLGÅNGAR			
Anläggningstillgångar			
<i>Materiella anläggningstillgångar</i>			
Inventarier	Not 8	498	679
<i>Finansiella anläggningstillgångar</i>			
Värdepappersinnehav	Not 3, 9	704 648	1 246 588
Summa anläggningstillgångar		705 146	1 247 267
Omsättningstillgångar			
Oreglerade likvider för sålda värdepapper		0	54
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter		2 676	2 137
Kassa och bank		103 883	115 407
Summa omsättningstillgångar		106 559	117 598
Summa tillgångar		811 705	1 364 865
EGET KAPITAL OCH SKULDER			
Eget kapital	Not 10		
<i>Bundet eget kapital</i>			
Aktiekapital		128 000	64 000
Reservfond		192 000	256 000
Summa bundet eget kapital		320 000	320 000
<i>Fritt eget kapital</i>			
Balanserad vinst		954 664	573 956
Årets resultat		-483 109	451 108
Summa fritt eget kapital		471 555	1 025 064
Summa eget kapital		791 555	1 345 064
Kortfristiga skulder			
Oreglerade likvider för köpta värdepapper		16 649	18 076
Upplupna kostnader		3 079	1 579
Övriga kortfristiga skulder		422	146
Summa kortfristiga skulder		20 150	19 801
Summa eget kapital och skulder		811 705	1 364 865
Ställda säkerheter	Not 11	19 400	12 900
Ansvarsförbindelser	Not 11	2 994	-

BOKSLUTSKOMMENTARER

Redovisningsprinciper

Årsredovisningen har upprättats i enlighet med årsredovisningslagen med undantag av värdepappersinnehaven, som redovisas till marknadsvärde, vilket framgår nedan. Bolaget följer Redovisningsrådets rekommendationer.

Tillgångar och skulder i utländsk valuta värderas till balansdagens kurser.

Materiella anläggningstillgångar

Materiella anläggningstillgångar upptas till anskaffningsvärde med avdrag för ackumulerade avskrivningar enligt plan. Avskrivningarna baseras på tillgångarnas bedömda ekonomiska livslängd. Maskiner och inventarier skrivs av på fem år.

Finansiella anläggningstillgångar

Från och med detta årsbokslut har Svolder valt att redovisa värdepappersinnehaven till marknadsvärde. Periodens förändringar i marknadsvärde redovisas i resultaträkningen som en del av ”resultat från värdepapper”. Samtliga jämförelsetal har därvid justerats.

Denna nya princip överensstämmer med EUs 4:e och 7:e bolagsrättsliga direktiv, men avviker för närvarande från årsredovisningslagen. I övrigt har samma redovisningsprinciper och bedömningsgrunder använts som i senaste årsredovisning. Effekterna av principbytet framgår av tabellerna nedan.

Effekt av byte av redovisningsprincip

Eget kapital

Belopp vid verksamhetsårets ingång	1 239 596
Effekt av ny redovisningsprincip	105 468
Vid årets ingång justerat för ny princip	1 345 064
Årets resultat	-483 109
Utdelning	-70 400
Belopp vid verksamhetsårets utgång	791 555

(kSEK)	Årsredovisning 1999/2000	Justering	Efter justering
Balansräkning 2000-08-31			
Materiella anläggningstillgångar	679		679
Värdepappersinnehav	1 141 120	105 468	1 246 588
Omsättningstillgångar	1 17 598		1 17 598
Summa tillgångar	1 259 397	105 468	1 364 865
Eget kapital	1 239 596	105 468	1 345 064
Skulder	19 801		19 801
Summa eget kapital och skulder	1 259 397	105 468	1 364 865
Resultaträkning 1999/2000			
Utdelningar	28 080		28 080
Resultat från värdepapper	411 255	18 656	429 911
Övriga rörelseintäkter	237		237
Summa resultat från värdepappersförvaltning	439 572	18 656	458 228
Förvaltningskostnader	-9 583		-9 583
Finansiella intäkter och kostnader	2 463		2 463
Resultat efter finansiella poster	432 452	18 656	451 108
Skatt	-		-
Årets resultat	432 452	18 656	451 108

Not 1 Ersättning till styrelseledamöter och VD

Till styrelsens ledamöter har utgått 510 (400) kSEK i styrelsearvode. Styrelsens ordförande har därvid erhållit 150 (100) kSEK och övriga ledamöter vardera 90 (75) kSEK. Styrelsen och Verkställande direktören omfattas av en ansvarsförsäkring, vilken bekostas av bolaget. Premien uppgick till 88 (88) kSEK för räkenskapsåret.

Uppsägningstiden för VD i bolaget är sex månader från VDs sida och tjugofyra månader från bolagets. VDs ersättning är uppdelad i en fast del om årligen 1 500 kSEK samt därutöver en rörlig del (bonus) inom ramen för bolagets incitamentsprogram, se not 2, som under verksamhetsåret uppgick till 600 (0) kSEK. VDs samlade ersättning från bolaget har under verksamhetsåret varit 2 129 (1 266) kSEK, jämte premier för tjänstepension.

Till ovanstående arvoden och ersättningar tillkommer sociala kostnader.

Not 2 Incitamentsprogram

Svolders styrelse lämnade 1998 ett erbjudande till Svolders anställda att medverka i ett sk incitamentsprogram under perioden 1998-09-01-2001-08-31, med möjlighet till förlängning. Detta program har reviderats, vilket angavs i föregående årsredovisning. Incitamentsprogrammet avser perioden 2000-09-01-2003-08-31, med ambitionen att förlängas.

Programmet strävar efter att belöna anställda som långsiktigt medverkar i skapandet av mervärden för Svolders aktieägare. Med mervärde avses i första hand substansvärdetillväxt utöver jämförelseindex ("performancebidrag") och i andra hand för, enligt styrelsens uppfattning, prestationer särskilt ägnade att skapa värden för bolagets aktieägare. Häri ligger bland annat aktiemarknadens värdering av bolagets förmögenhetsvärde och allmänna skötsel, väl utförd rapportering och annat arbete gentemot styrelsen, kontroll över verksamheten samt professionellt arbete med ägar- och investerarfrågor ("värderingsbidrag"). Svolders jämförelseindex är Carnegie Small Cap Index (CSX).

Bonus fördelas på anställd personal av styrelsen efter förslag från en bonuskommitté bestående av styrelsens ordförande, verkställande direktören och en representant för den kapitalmässigt största aktieägaren. Performancebidrag kan årligen utgöra maximalt trettio månadslönesummor, såväl individuellt som totalt. Om värderingsbidrag lämnas kan det årligen maximalt utgöra sex månadslönesummor, individuellt och totalt. Bonus avser så kallad "cost of bonus", lön jämte sociala kostnader, och är ej pensionsgrundande.

Vid uppköp av bolaget, frivillig likvidation eller avnotering av bolagets aktier har den anställda vanligtvis rätt till upparbetad bonus.

För verksamhetsåret har en reservering avseende värderingsbidrag om 1 200 (-680) kSEK gjorts. Verksamhetsåret 1998/1999 gjordes en total bonusreservering om 3 400 kSEK, varav 680 kSEK skulle avräknas mot eventuellt framtida negativt performancebidrag. När detta inträffade verksamhetsåret 1999/2000 löstes reserven då upp över resultaträkningen, dvs förvaltningskostnaderna minskade.

	(kSEK)	2000/2001	1999/2000
Not 3	Resultat från värdepapper		
	Resultat från värdepapper; tidigare princip	59 197	411 255
	Justering för ny redovisningsprincip	-558 001	18 656
		-498 804	429 911
Not 4	Förvaltningskostnader		
	Personalkostnader (inkl. styrelsearvode)	6 680	4 397
	Övriga förvaltningskostnader	5 056	5 005
	Avskrivningar	219	181
		11 955	9 583
	Till KPMG har 2000/2001 utbetalats 150 kSEK i revisionsarvode, samt 12 kSEK för övriga tjänster:		
Not 5	Anställda och personalkostnader		
	Medeltalet anställda under verksamhetsåret	5	5
	Varav kvinnor	2	1
	Antal anställda vid verksamhetsårets slut	5	4
	Varav kvinnor	2	0
	<i>Löner och andra arvoden</i>		
	Styrelse	510	400
	Verkställande direktör	1 529	1 266
	Övriga anställda	1 628	1 659
	<i>Incitamentsprogram</i>		
	Verkställande direktör	600	-210
	Övriga anställda	304	-301
	<i>Sociala kostnader</i>		
	Styrelse	167	132
	Verkställande direktör	699	347
	Övriga anställda	591	447
	<i>Pensionskostnader</i>		
	Verkställande direktör	289	273
	Övriga anställda	300	258
	<i>Övriga personalkostnader</i>	63	126
		6 680	4 397
Not 6	Ränteintäkter och liknande resultatposter		
	Ränteintäkter bank	3 535	2 497
		3 535	2 497
Not 7	Räntekostnader och liknande resultatposter		
	Bankkostnader	-27	-34
		-27	-34
Not 8	Materiella anläggningstillgångar		
	<i>Maskiner och inventarier</i>		
	Ingående anskaffningsvärden	1 080	832
	Inköp	38	248
	Utgående ackumulerade anskaffningsvärden	1 118	1 080
	Ingående avskrivningar	-401	-220
	Årets avskrivning	-219	-181
	Utgående ackumulerade avskrivningar	-620	-401
	Utgående planenligt restvärde	498	679

Not 9 Värdepappersportföljen

	Antal (st)	Kurs (SEK)	Marknads- ¹⁾ värde (kSEK)
AcadeMedia B	218 450	26,00	5 680
Active Biotech B	66 350	93,00	6 171
Affärsstrategerna B	553 200	13,50	7 468
Axfood	500 000	97,00	48 500
B & N Nordsjöfrakt B	1 000 000	14,00	14 000
Beijer Alma B	694 800	69,00	47 941
Beijer Electronics	645 000	77,50	49 988
Besthand	2 403 488	2,83	6 793
Besthand, konv. lån, nom. ²⁾	4 501 045	100%	4 501
BTS Group B	444 167	52,00	23 097
Boss Media	900 000	9,75	8 775
Bure Equity	625 000	23,40	14 625
Dimension	500 000	16,40	8 200
Enea Data	805 000	4,90	3 945
Finnveden B	275 000	43,50	11 963
Frontec B	1 715 700	10,10	17 329
G & L Beijer B	610 000	64,00	39 040
Geveko B	162 100	126,00	20 425
JC	374 800	58,50	21 926
Karolin Machine Tool	116 900	94,00	10 989
LGP Telecom	577 400	67,00	38 686
LjungbergGruppen B	473 200	89,00	42 115
Micronic	140 000	119,00	16 660
Mind	4 328 000	2,20	9 522
NIBE Industrier B	202 000	174,00	35 148
Nolato B	867 000	46,50	40 316
ProfilGruppen B	500 000	46,00	23 000
Readsoft B	750 000	13,40	10 050
Semcon	377 600	50,00	18 880
SwitchCore	1 350 000	7,00	9 450
Telelogic	1 000 000	6,40	6 400
Telelogic, tr	1 000 000	1,29	1 290
TurnIT B	561 000	23,50	13 184
Utfors	354 600	22,80	8 085
Wedins B	605 000	29,00	17 545
XPonCard	306 900	140,00	42 966
Totalt portföljvärde			704 648

¹⁾ Vid beräkning av marknadsvärdena har senaste betalkurs för värdepapperen per balansdagen använts. Om betalkurs saknas har värdepapperens köpkurs per balansdagen använts. För onoterade aktieinnehav beräknas värdet enligt EVCAs (European Venture Capital Association) värderingsrekommendationer, med hänsyn till andra kända externa faktorer. Detta innebär att marknadsvärdet vanligtvis fastställs på grundval av värdet vid senast genomförda transaktion i värdepapperet där en extern part deltagit, till exempel en nyemission.

²⁾ Konvertibelt företagslån om 4 501 045 SEK, avseende 1 203 488 aktier efter konvertering senast 31 december 2003. Svolder har vidare utfäst sig att medverka i nyemission, beslutad av bolagsstämman före 31 maj 2002, om 3,0 MSEK till teckningskurs baserad på resultatutfall 2001. Dessutom finns en rättighet att teckna nyemission senast 31 december 2003 om 5 MSEK.

Not 10 **Eget kapital**

(kSEK)	Aktie- kapital	Reserv- fond	Balanserad vinst	Årets resultat	Totalt
Belopp vid årets ingång	64 000	256 000	487 144	432 452	1 239 596
Effekt av ny redov.princip			86 812	18 656	105 468
Vid årets ingång					
justerat för ny princip	64 000	256 000	573 956	451 108	1 345 064
Fondemission	64 000	-64 000	0	0	0
Vinstdisposition	0	0	451 108	-451 108	0
Utdelning	0	0	-70 400	0	-70 400
Årets resultat				-483 109	-483 109
	128 000	192 000	954 664	-483 109	791 555

Nominellt värde per aktie är 10 kronor. Antal aktier fördelas enligt följande:

Aktietyper	Röstetal	Antal
A	10	1 904 776
B	1	10 895 224
		12 800 000

Under verksamhetsåret har 100 000 A-aktier omstämplats till B-aktier efter ansökan hos bolagets styrelse.

Not 11 **Ställda säkerheter**

Avser 200 000 aktier i Axfood AB i pant som säkerhet för checkkredit.

Ansvarsförbindelser

Avser utfästelse att under vissa villkor medverka i nyemission i Besthand beslutad av bolagsstämman före 2002-05-31.

REVISIONSBERÄTTELSE

Till bolagsstämman i Svolder Aktiebolag (publ)
Organisationsnummer 556469-2019

Vi har granskat årsredovisningen och bokföringen samt styrelsens och verkställande direktörens förvaltning i Svolder Aktiebolag för räkenskapsåret 2000-09-01–2001-08-31. Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna och förvaltningen. Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen och förvaltningen på grundval av vår revision.

Revisionen har utförts i enlighet med god revisionssed i Sverige. Det innebär att vi planerat och genomfört revisionen för att i rimlig grad försäkra oss om att årsredovisningen inte innehåller väsentliga fel. En revision innefattar att granska ett urval av underlagen för belopp och annan information i räkenskapshandlingarna. I en revision ingår också att pröva redovisningsprinciperna och styrelsens och verkställande direktörens tillämpning av dem samt att bedöma den samlade informationen i årsredovisningen. Som underlag för vårt uttalande om ansvarsfrihet har vi granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i bolaget för att kunna bedöma om någon styrelseledamot eller verkställande direktören är ersättningsskyldig mot bolaget. Vi har även granskat om någon styrelseledamot eller verkställande direktören på annat sätt har handlat i strid med aktiebolagslagen, årsredovisningslagen eller bolagsordningen. Vi anser att vår revision ger oss rimlig grund för våra uttalanden nedan.

Som framgår av bolagets årsredovisning redovisas värdepappersinnehaven till marknadsvärde vilket är en avvikelse från årsredovisningslagen. Vi delar styrelsens uppfattning att denna avvikelse leder till en bättre redovisning av bolagets verksamhet.

Årsredovisningen har i övrigt upprättats i enlighet med årsredovisningslagen och god redovisningssed i Sverige och ger med ovan nämnda avvikelse en rättvisande bild av bolagets resultat och ställning.

Vi tillstyrker att bolagsstämman fastställer resultaträkningen och balansräkningen, disponerar vinsten enligt förslaget i förvaltningsberättelsen och beviljar styrelsens ledamöter och verkställande direktören ansvarsfrihet för räkenskapsåret.

Stockholm den 25 oktober 2001

THOMAS THIEL
Auktoriserad revisor

GEORGE PETERSSON
Auktoriserad revisor

STYRELSE

MATSOLA PALM

Askim, f 1941.
Ingenjör.
Ordförande.
Invald 2000.
Övriga styrelseuppdrag:
Scribona AB, Folkspel AB,
Autoo AB, Intra USA Inc.
(USA), Protegrity Inc. (USA)
och One-Swoop Ltd. (UK).
Aktieinnehav: 0 aktier.

HÅKAN BOHLIN

Sävedalen, f 1957.
Ekonomie Doktor.
Investment Manager Sjätte
AP-fonden.
Invald 1997.
Övriga styrelseuppdrag:
Fastighets AB Norrporten och
Tradex Holding AB.
Aktieinnehav: 800 B-aktier.

MATS GULDBRAND

Stockholm, f 1945.
Civilekonom.
Aktiechef AMF Pension.
Invald 1994.
Övriga styrelseuppdrag:
Stiftelsen Gustav Vs
jubileumsfond.
Aktieinnehav: 8000 B-aktier.

ERIC HIELTE

Hovås, f 1948.
Jur kand.
Ordförande Ernström-
gruppen AB.
Invald 1998.
Övriga styrelseuppdrag: Platzer
Fastigheter AB, Bohusbanken
samt bolag inom
Ernströmgruppen.
Aktieinnehav via bolag:
932 600 A-aktier och 41 600 B-
aktier.

KARIN KRONSTAM

Billdal, f 1950.
MBA
Verkställande direktör Samhall
Gotia AB.
Invald 1993.
Övriga styrelseuppdrag: Lernia
AB och 3:e AP-fonden.
Aktieinnehav: 3 000 B-aktier.

ULF HEDLUNDH

Stockholm, f 1960.
Civilekonom.
Verkställande direktör.
Invald 1993.
Aktieinnehav: 2 000 B-aktier.

STYRELSENS SEKRETERARE

MAGNUS MOLIN

Nacka, f 1961.
Civilekonom.
Analysansvarig.
Sekreterare sedan 1998.
Aktieinnehav: 1 200 B-aktier.

REVISORER

GEORGE PETERSSON

Bålsta, f 1964.
Auktoriserad revisor.
KPMG.
Vald 1993.

THOMAS THIEL

Stockholm, f 1947.
Auktoriserad revisor.
KPMG.
Vald 1993.

REVISORSSUPPLEANTER

MAGNUS JACOBSSON

Stockholm, f 1958.
Auktoriserad revisor
KPMG.

HELENE WILLBERG

Täby, f 1967.
Auktoriserad revisor
KPMG.



WWW.SVOLDER.SE

– MED DEN SENASTE INFORMATIONEN

- Börskursen med jämförelser mot Carnegie Small Cap Index och Affärsvärldens generalindex.
- Substansvärdet presenteras veckovis varje måndag.
- Pressmeddelanden med möjlighet att prenumera på dessa via e-post.
- Artiklar om Svolder publicerade i de större svenska dags- och affärstidningarna.
- Delårsrapporter att ta hem via datorn eller beställa som trycksak.
- Aktieportföljen enligt den senaste delårsrapporten och därefter offentliggjorda portföljförändringar samt kommentarer till dessa.
- e-postadresser till bolagets personal för frågor och information inom respektive ansvarsområde.



SVOLDER AB (publ)
Birger Jarlsgatan 13 · Box 70431 · 107 25 Stockholm
Telefon 08-440 37 70 · Fax 08-440 37 78
www.svolder.se