




SVOLDER

ÅRSREDOVISNING 2001/2002



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.

SVOLDER ÅRSREDOVISNING

Bolagsstämma och ekonomisk information	4
Året i korthet	5
VD har ordet	6
Svolderaktien	8
Förvaltning och styrning	10
– Portföljpolitik	11
Aktieportföljen	12
– Analys av värdeförändringen	14
– Portföljförändringar	21
– Aktieportföljen 2002-08-31	23
Portföljinriktning 2002/2003	24
Femårsöversikt	29
Riskanalys	30
Frivillig likvidation och skatteregler	32
Definitioner	34
Innehav	35
Förvaltningsberättelse	43
Resultaträkning och kassaflödesanalys	46
Balansräkning	47
Bokslutskommentarer och noter	48
Revisorsyttrande	53
Räkenskaper enligt ÅRL	54
Revisionsberättelse	59
Styrelse och revisorer	60
Medarbetare	62

BOLAGSSTÄMMA

Ordinarie bolagsstämma hålls tisdagen den 19 november 2002 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 fredagen den 8 november 2002.
- dels anmäla sitt deltagande under adress: Svolder AB, Box 70431, 107 25 Stockholm, eller per telefon 08-440 37 70 eller fax 08-440 37 78 senast klockan 16.00 torsdagen den 14 november 2002. 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 önskar sådan omregistrering måste underrätta förvaltaren om detta i god tid före fredagen den 8 november 2002.

Utdelning

Som avstämningsdag för utdelning föreslås fredagen den 22 november 2002. Om bolagsstämman beslutar enligt förslaget beräknas utdelningen sändas ut genom VPCs försorg onsdagen den 27 november 2002.

EKONOMISK INFORMATION

- 19 november 2002
Ordinarie bolagsstämma
- 18 december 2002
Delårsrapport 1, 1 september 2002–30 november 2002
- Mitten av mars 2003
Delårsrapport 2, 1 september 2002–28 februari 2003
- Mitten av juni 2003
Delårsrapport 3, 1 september 2002–31 maj 2003
- Slutet av september 2003
Bokslutskommuniké för 1 september 2002–31 augusti 2003
- Månadsskiftet oktober–november 2003
Årsredovisning för 2002/2003

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.

ÅRET I KORTHET

1 SEPTEMBER 2001–31 AUGUSTI 2002

- Substansvärdet har under året minskat med 24,6 procent till 43,10 SEK per aktie. Samtidigt sjönk jämförelseindex CSX med 9,6 procent. Förändringarna inkluderar utdelning.
- Börskursen för B-aktien föll 33,6 procent, justerat för lämnad utdelning, till 44,00 SEK per aktie. Den så kallade substansvärdepremien var på balansdagen 2,1 procent.
- Styrelsen föreslår en utdelning om 2,25 SEK per aktie.
- Substansvärdet den 18 oktober 2002 uppgick till 36 SEK per aktie.

NYCKELTAL – TRE VERKSAMHETSÅR

	2001/2002		2000/2001		1999/2000	
	SEK/aktie	%	SEK/aktie	%	SEK/aktie	%
Substansvärdets förändring	-15,20	-24,6	-37,70	-35,9	35,20	47,6
Aktiens totalavkastning	-24,00	-33,6	-8,00	-9,4	26,30	41,7
Carnegie Small Cap Index		-9,6		-34,5		63,8
Affärsvärldens generalindex		-26,8		-35,3		54,1
Resultat efter skatt	-15,20		-37,70		35,20	
Utdelning/direktavkastning	2,25	5,1	3,50	4,9	5,50	6,5
Antal aktier, miljoner	12,8		12,8		12,8	

Definitioner av nyckeltal redovisas på sidan 34.

Värden är i förekommande fall justerade för ny redovisningsprincip samt för fondemission 1:1, 2001-01-18.

Belopp per aktie är avrundade till hela tiotal ören.

Förändringar och index inkluderar utbetalad respektive beräknad aktieutdelning.

STÖRSTA PORTFÖLJINNEHAVEN

Aktie	Värde MSEK	SEK/aktie	Känslighet ¹⁾ +/- 10%	Presentation/kommentar
Nolato	47,3	28,00	0,37	sidan 21 och 44
Beijer Electronics	38,0	45,00	0,30	sidan 15, 20 och 38
Beijer Alma	37,3	42,00	0,29	sidan 15, 17 och 21
XPonCard	36,6	118,00	0,29	sidan 19
Telelogic	32,5	5,60	0,25	sidan 21 och 41
Axis	31,8	17,00	0,25	sidan 21 och 36
LGP Telecom	30,4	38,00	0,24	sidan 17, 21 och 44

Aktievärden avser slutkurser 2002-10-18. Värdet av de sju portföljbolagen utgjorde då 59 procent av aktieportföljen.

¹⁾ Effekt på Svolders substansvärde, i SEK per aktie, av en kursförändring om 10 procent för aktuell aktie.

VD HAR ORDET

Ännu ett verksamhetsår har passerat – Svolders nionde. Det är ett år kännetecknat av besvikelser, såväl vad gäller aktiemarknadernas utveckling som Svolders egna prestationer. Innan året läggs till handlingarna och blickarna åter riktas framåt, bör vi därför ägna tid åt eftertanke och självkritik. Däremot bedömer jag det knappast som god portföljförvaltning att konstatera att de tunga moln som vilar över aktiemarknaderna inte är diskonterade av placerarna och att deras förtroende aldrig återkommer. Aktier har historiskt varit den bästa sparformen för små och stora placerare att få del av den tillväxt som skapas i näringsliv och samhälle. Den har inte upphört, och förväntas inte heller att göra det, vare sig i Sverige eller vår omvärld.

Det blev mycket sämre

För den genomsnittlige svenske aktiespararen har en fjärdedel av portföljvärdet försvunnit den senaste tolv månaders perioden. Dessutom är det en kraftig börsnedgång för andra verksamhetsåret i rad. I över trettio månader har flera stora börser trendmässigt fallit – en onormalt lång och djup nedgång. Konjunkturedgången förefaller ändå inte särskilt onormal, till skillnad mot under det tidiga nittioalet. Nedgången har slagit mot riskkapitalet, inte mot kreditmarknaden, vilket trots allt är sunt för den reala ekonomin och begränsar följdverkningarna.

Särskilt i USA utvecklades ekonomin mycket väl under nittioalet, utan att inflationen fick fotfäste. Många ekonomer och investerare ansåg att centralbanken FED funnit verktygen att löpande kunna justera penningpolitiken så att en hög tillväxttakt i ekonomin kunde upprätthållas. Den långvariga uppgången på aktiemarknaderna ledde dock till successivt högre risktagande bland placerarna, en övertro på framtida tillväxt och möjliga vinster samt att värdet av immateriella tillgångar inte ifrågasattes. När så konjunkturedgången inleddes tillämpade FED de redskap som tidigare fungerat så väl. Kapitalförvaltare, som vi själva, har lärt oss att när den amerikanska centralbanken ändrar inriktning påverkar det aktiemarknaderna – i såväl positiv som negativ mening. Därför var det naturligt att tro att den amerikanska konjunkturen skulle återhämta sig med början under sommaren 2001 och för Europa några kvartal senare. Men i ett läge då tillväxtförväntningarna generellt sänktes och riskpremierna höjdes, framstod aktiernas värdering fortfarande som för hög. När sedan terrorhandlingar, krigshot och företagsskandaler ytterligare sänkte investeringsviljan tappade konjunkturåterhämtningen fart och aktiekurserna föll ytterligare.

Vissa av dagarna nu i september och oktober 2002 har det i det närmaste varit panik på västerländska börser. Alla ropar efter högre företagsvinster – trots att vi vet att attraktiva räntenivåer på sikt leder till ökade investeringar, högre konsumtion, höjda förmögenhetsvärden etc. Tillväxten är svag, men väl positiv. Bättre tider kommer med största sannolikhet att komma. Aktievärderingarna blir allt attraktivare, även om aktier sällan framstår som

mycket undervärderade just vid de tillfällen då börserna vänder uppåt. Det är först efteråt, när vinsterna börjat normaliseras, som det visar sig vilka goda investeringsmöjligheter som erbjudits. Att sålunda ”ha is i hatten”, som man säger i vårt östra grannland, är därför att rekommendera. Men det kan lätt te sig som ett önsketänkande när liv- och sakförsäkringsbolagen har finansiella svårigheter, pantrealisationerna tilltar och aktiefonderna dräneras på pengar.

Prioritera information och kassaflöden

Av erfarenhet blir man vis. Det är sålunda glädjande att bland de börsbolag som led allvarligast i finanskrisen 1990–92, huvudsakligen banker och fastighetsbolag, har flera hittills klarat börsnedgången tämligen väl. Det går visserligen att hävda att om nuvarande finansiella kris består torde även dessa branscher inte vara undantagna. Nedgången under de senaste månaderna är ett tecken i den riktningen. Svolder har få finansiella företag i sin portfölj av skäl som presenteras längre fram i årsredovisningen. Det är ändå på sin plats att berömma bolagen i nämnda branscher för deras kraftigt förbättrade verksamhetsinformation, koncentration på affärsidén, tydliga fokus på rörelsens kassaflöde och sin positiva inställning till aktieutdelning. Aktierna har så här långt belönats med en förhållandevis stabil kursutveckling.



Dags att återskapa förtroende

De redovisningsskandaler som avslöjats i USA är allvarliga. Likaså de affärsmetoder som uppdragats för att skapa intresse för enskilda aktier, börsintroduktioner eller aktieförvärv. De har förstört tilltron till mängder av aktörer inom företagsvärlden – även här hemma i Sverige. Titlarna direktör, revisor, investmentbankir, kapitalförvaltare eller analytiker har därmed blivit negativt värdeladdade – inte bara hos marknadsekonomin kritiker utan också bland medborgare i största allmänhet. Det spelar i det korta perspektivet inte så stor roll att merparten av aktörerna gör ett gediget arbete och fyller en väsentlig funktion inom marknadsekonomin – förtroendet är skadat. Att upprepa ordspråket ”Det tar ett liv att bygga ett förtroende, ett ögonblick att radera det.” känns motiverat. Sålunda krävs det målmedvetet och tålmodigt arbete för att återskapa anseendet hos uppdragsgivare och allmänhet.

Förtroendekrisen har vi missat i vår analys. Ibland ter det sig dock förvånande när redovisningsfrågor som varit kända under lång tid plötsligt beskrivs med skräck. Det kan gälla goodwill, pensionsavsättningar, resultat effekter av personaloptioner, strukturreserveringar vid förvärv eller generellt bristande samstämmighet mellan resultat- och balansräkning. Detta är visserligen mer ett amerikanskt än ett svenskt problem. Men, hela världens aktiemarknader är som bekant beroende av amerikanskt förvaltningskapital.

Vad gör lagstiftare, regering och myndigheter?

Företag och revisorer står ibland på den anklagades bänk för bristande redovisning. Det kan vara motiverat. Men, när övervakande institutioner och politiska företrädare snabbt fördömer och tar avstånd bör de själva kunna visa på vilka sätt de verkat för förbättringar av regelverken samt utgöra föredöme för öppenhet och vederhäftig redovisning.

EU har arbetat i denna riktning och framgångsrikt formulerat krav på internationell redovisningsstandard (IAS) from 2005 för samtliga noterade bolag inom EU. För Svolders del är det främst värderingen av värdepappersportföljen som hanteras bäst av IAS. Den värderas då till marknadsvärde, vilket står i överensstämmelse med hur svenska och internationella aktiefonder redovisar. Jag känner inte någon aktör på kapitalmarknaden som tycker att ”lägsta värdets princip” överträffar börskurser som beräkningsgrund för marknadsnoterade värdepapper.

Flera länder accepterar redan nu att framåtblickande företag använder IAS i sin officiella redovisning. I Sverige bedöms frågan, enligt uppgift, inte vara väsentlig på ansvarigt departement. Detta trots att Sverige var ordförändeland när EUs IAS-regler arbetades fram.

Vem blir först att bilda ett EQT i miniformat?

I slutet av september hade hela 125 av Stockholmsbörsens 220 noterade småbolag, varav färre än en tredjedel var IT-bolag, ett börsvärde som understeg 300 MSEK. Intresset hos institutionella placerare för dessa riktigt små bolag är mycket lågt då aktierna är svåra att omsätta.

Möjligheterna att framgångsrikt genomföra nyemissioner är i nuvarande börsläge i det närmaste obefintliga. Stockholmsbörsen har nyligen dramatiskt höjt minimiavgifterna för de noterade bolagen. Aktieutdelningar dubbelbeskattas. Lägg därtill aktieägarnas berättigade informationskrav på bolagen i form av redovisningsinformation, ledningens tillgänglighet, hemsidor mm, så landar kalkylen för huvudägarna att vara börsnoterad sannolikt på minus. Jag tror därför att flera av de minsta börsbolagen, förutsatt att de har sunda finanser och tydligt ägarskap, kommer att lämna börsen eller fusioneras under de närmaste åren. Ett utköpsbolag i miniformat av Ratos- eller EQT-karaktär borde ha mycket goda förutsättningar att nu lägga grunden för lönsamma investeringar. Ökad uppköpsaktivitet vore positivt för småbolagsmarknaden och därmed för Svolder.

Värdet av aktieutdelning

Bolagets tionde verksamhetsår har inletts svagt. September 2002 kommer att gå till historien som en av de sämsta börsmånaderna genom tiderna. I sådana tider utgör aktieutdelningen en trygghet för aktieägare. Till följd av nedgången i substansvärdet tvingas Svolders styrelse föreslå att utdelningen sänks till 2,25 SEK per aktie, vilket emellertid är i överensstämmelse med bolagets utdelningspolicy om att minst fem procent av substansvärdet skall lämnas i aktieutdelning. Svolders aktieägare placerade 320 MSEK (25 SEK per aktie) i bolaget vid dess bildande 1993. Sedan dess har, förutsatt att stämman beslutar i enlighet med årets utdelningsförslag, sammanlagt nästan 400 MSEK (drygt 31 SEK per aktie) distribuerats till ägarna genom utdelning. Detta känns som mycket tillfredsställande i dagens dystra börstider och utifrån fjolårets svaga värdeutveckling.

Avslutningsvis vill jag upprepa min och bolagets personals tack för det förtroende och den tålmodighet Ni aktieägare visar oss. Bolagets ambition kvarstår oförändrad – långsiktig substansvärdetillväxt, successivt utdelad till Er aktieägare.

Er tillgivne



Ulf Hedlund, verkställande direktör

SVOLDERAKTIEN

Svolder investerar i marknadsnoterade aktier i svenska små och medelstora företag med marknadsvärden understigande 10 miljarder SEK. Med noterade bolag menas de företag som har tecknat noteringsavtal med Stockholmsbörsen. Bolagen ingår vanligen i Carnegie Small Cap Index – CSX, Svolders jämförelseindex. Aktieurvalet omfattar således ca 250 bolag med ett sammanlagt börsvärde i augusti 2002 om drygt 300 miljarder SEK, motsvarande ca 16 procent av det samlade svenska börsvärdet.

Placeringar som tidigare gjorts i icke noterade aktier eller aktier med annan marknadsplats än Stockholmsbörsens A- eller O-lista skall marknadsnoteras eller avyttras på sådant sätt att hänsyn tas till historiska överenskommelser och de värden innehaven besitter.

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.

Kursutveckling

Årets högsta betalkurs för B-aktien var 70,50 SEK och den lägsta var 40 SEK. På balansdagen var den senaste betalkursen 44 SEK. Aktiekursen uppvisar en större rörlighet än jämförelseindex. Kursutvecklingen under verksamhetsåret var betydligt sämre än den för CSX. Köpkursen för Svolders A-aktie var på balansdagen 41 SEK. Dessförinnan var senaste betalkurs för A-aktien 61 SEK den 9 juli.

VÄRDEFÖRÄNDRING I PROCENT

	2001/2002	2000/2001	1999/2000
Svolders aktiekurs (B)			
Exklusive lämnad utdelning	-38,6	-15,9	34,9
Inklusive lämnad utdelning	-33,6	-9,4	41,7
Carnegie Small Cap Index			
Exklusive lämnade utdelningar	-11,6	-36,5	61,6
Inklusive beräknade utdelningar	-9,6	-34,5	63,8
Affärsvärldens generalindex			
Exklusive lämnade utdelningar	-28,8	-37,3	52,6
Inklusive beräknade utdelningar	-26,8	-35,3	54,1

Källa: SIX och Svolder

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.

Aktieomsättning och ägarstruktur

Det institutionella ägandet har de senaste åren minskat till förmån för enskilt ägande. Antalet aktieägare har under det senaste verksamhetsåret ökat med drygt 400 st till ca 8 200 st.

AKTIEKURS OCH CSX (3 ÅR)



AKTIEFÖRDELNING

Aktieslag	Antal aktier	% av totala antalet	Antal röster	% av totala rösterna
A	1 874 276	14,6	18 742 760	63,2
B	10 925 724	85,4	10 925 724	36,8
Totalt	12 800 000	100,0	29 668 484	100,0

Enligt bolagsordningen kan ägare av A-aktier ansöka hos bolagets styrelse att stämpla om dessa till väsentligt mer omsättningsbara B-aktier. Styrelsen behandlar sådana ansökningar vid ordinarie styrelsesammanträden. Under 2001/2002 har 30 500 A-aktier omstämplats.

AKTIEOMSÄTTNING (B-aktien)

	2001/2002	2000/2001	1999/2000
Genomsnittligt antal omsatta aktier/börsdag	10 656	9 291	14 456
Genomsnittlig omsättning per börsdag, kSEK	638	770	1 124
Genomsnittligt värde per avslut, kSEK	41	47	46
Antal aktier per avslut	691	564	599
Antal avslut per börsdag	15	16	24
Andel börsdagar med avslut i aktien, %	100	100	100
Andel av antalet aktier som omsatts, %	24	22	34

Värdena är i förekommande fall justerade för fondemission 1:1, 2001-01-18.
Källa: SIX och Stockholmsbörsen

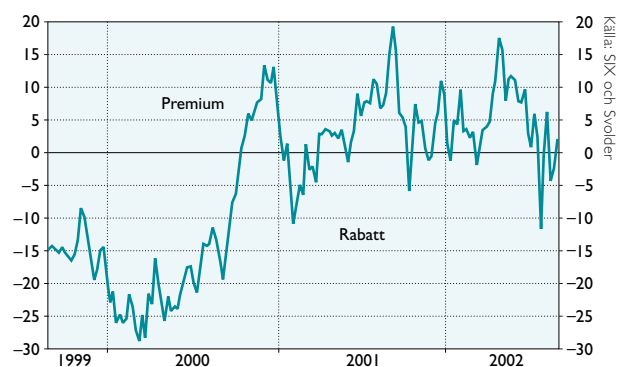
Svolderaktiens serie B omsattes alla börsdagar under verksamhetsåret. Omsättningen mätt i antal aktier har ökat. Samtidigt har den lägre börskursen lett till att den genomsnittliga omsättningen mätt i kronor minskat under perioden.

Substansvärderabatt/premium

Om substansvärdet för ett investmentbolag överstiger bolagets börsvärde existerar en substansvärderabatt, omvänt ett premium. Börskursen avspeglar aktiemarknadens värdering av bolagets tillgångar, framtidsmöjligheter och skötsel. Substansvärderingen har i Svolders fall under verksamhetsåret varierat mellan en rabatt på 12 procent

och ett premium på 19 procent, med ett genomsnittligt premium om 5 procent. Substansvärdepremien på balansdagen var 2 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 små och medelstora bolag

- 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. Informationen tillställs Stockholmsbörsen, nyhetsbyråerna Direkt och Reuters samt övriga affärsmedia. Substansvärdet anges likaså på bolagets hemsida på Internet (www.svolder.se) i anslutning till offentliggörandet.

ÄGARSTRUKTUR 2002-06-30¹⁾

Ägare	A-aktier	B-aktier	Antal aktier	Förändring ²⁾	Röster %	Kapital %
Sjätte AP-fonden	637 900	1 203 600	1 841 500	-424 000	25,6%	14,4%
AMF Pension	30 000	1 161 200	1 191 200		4,9%	9,3%
Ernstströmgruppen	932 600	41 600	974 200		31,6%	7,6%
AMF Pension fonder		82 900	82 900	82 900	0,3%	0,6%
Svenska Röda Korset		80 000	80 000		0,3%	0,6%
Magnus Nilsson	33 000	32 000	65 000		1,2%	0,5%
Kathrine Rosengren	25 600	30 000	55 600	-10 200	1,0%	0,4%
Ingeborg och Sven Hilding	43 000	10 000	53 000	1 000	1,5%	0,4%
Per Sjögren		51 800	51 800	7 800	0,2%	0,4%
Bo Nilsson		42 000	42 000		0,1%	0,3%
Summa tio största	1 702 100	2 735 100	4 437 200	-342 500	66,6%	34,7%
Utl ägare och förvaltare	4 580	196 846	201 426	79 886	0,8%	1,6%
Övriga (ca 8 200 st)	167 596	7 993 778	8 161 374	262 614	32,6%	63,8%
Totalt	1 874 276	10 925 724	12 800 000	0	100,0%	100,0%

Röstetal per aktie

10 1

¹⁾ Källa: Värdepapperscentralen VPC AB. Andelen institutionellt ägande utgör ca 25 procent (28 procent) av aktiekapitalet och ca 31 procent (32 procent) av röstetalet.

²⁾ Innehavets förändring sedan 2001-06-30.

FÖRVALTNING OCH STYRNING

Bolagsstämma och nomineringar

Svolders högsta beslutande organ är *bolagsstämman*. Denna avhålls i Stockholm, vanligen under november månad. Inom ramen för bolagsordningen och Aktiebolagslagen utser aktieägarna en styrelse samt två revisorer.

Svolder har *ingen* formellt tillsatt *nomineringskommitté*. Ett förslag till styrelse presenteras i kallelsen till bolagsstämman. Förslaget utarbetas efter diskussion mellan de största ägarna och styrelsens ordförande med beaktande av noteringsavtalet med Stockholmsbörsen och tillämpad börspraxis. Exempelvis skall det finnas minst en ledamot som är oberoende av de största ägarna och ingen anställd utöver bolagets verkställande direktör (VD) skall ingå i styrelsen. Aktieägare informeras i aktuell delårsrapport om möjligheten att kontakta ordföranden i nomineringsfrågor.

Styrelsens roll och arbetssätt

Styrelsens uppgift är att styra verksamheten så att förutsättningar finns för att skapa mervärden, samt att kontrollera att verksamheten bedrivs i alla aktieägars 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.

Styrelsen fastslår en VD-instruktion, placeringsinstruktion samt övriga behörighetshandlingar för VD och andra befattningshavare. Placeringsinstruktionen vilar på de grunder som presenteras nedan under rubriken Portföljpolitik. VD ansvarar för den löpande aktieförvaltningen och rapporteringen av densamma till styrelsen. Styrelsen kontrollerar att placeringsinstruktionen efterlevs och deltar aktivt i strategiska portföljdiskussioner. Styrelsens ledamöter presenteras på sidan 60.

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 rapporteringstillfällen. Extra styrelsemöten förekommer vid behov. Härutöver sker löpande kontakter mellan styrelseledamöterna.

Redovisning och revision

Bolagets revisorer utför löpande revision i enlighet med god revisionssed i Sverige. Revisorerna får från företagsledningen sig tillsänt samma information som bolagets styrelseledamöter. Baserat på revisionen avlämnas revisionsberättelsen, samt på styrelsens begäran även ett yttrande över redovisningen enligt internationell redovisningsstandard. Minst en av revisorerna medverkar i styrelsens bokslutssammanträde, och presenterar då sin syn på redovisningen, ledningens kontroll samt bolagets allmänna skötsel. Eventuella transaktioner med närstå-

ende utgör vidare en väsentlig punkt i revisorernas löpande granskningsarbete.

Styrelsen har *inte* tillsatt någon särskild *revisionskommitté* att speciellt granska, rekommendera eller utvärdera redovisningsprinciper. Det är styrelsens uppfattning att dessa frågor i stället utgör en naturlig del av styrelsearbetet. I särskilda fall inhämtas utlåtanden från redovisningsexpertis, Stockholmsbörsen eller annan extern part. Svolders externa redovisningsmaterial och investerrelationer (IR) skall präglas av öppenhet, tillförlitlighet, tillgänglighet och snabbhet.

Förvaltningsorganisation

VD ansvarar för den löpande aktieförvaltningen i enlighet med fastställd placeringsinstruktion och att bolaget uppfyller sin informationsplikt i enlighet med lagar och föreskrifter, exempelvis Stockholmsbörsens noteringsavtal.

Tre analytiker/förvaltare arbetar tillsammans med VD. Ansvarsfördelningen är uppdelad efter bransch. En analytiker är dessutom ansvarig för den strategiska inriktningen. Förvaltarmöten hålls veckovis där förvaltning, värdeutveckling, analyser och centrala händelser planeras och följs upp. Genom företagsbesök, skriftliga analyser från olika banker och fondkommissionärer, aktiemarknadskontakter och övrig tillgänglig information gör förvaltarna kontinuerligt bedömningar om värderingen av aktier i svenska små och medelstora börsbolag. Utifrån dessa analyser och de veckovisa förvaltarmötena fattas portföljbeslut löpande. En redovisningsekonom och en sekreterare kompletterar förvaltarna i skötseln av bolaget, varvid antalet anställda är sex. Uppgifter om Svolders samtliga medarbetare ges på sidan 62.

	Beslutsforum	Styrning	Rapportering
Aktieägare	Bolagsstämma	Bolagsordning Aktiebolagslagen	
Revisorer		Revisorslagen	Revisionsberättelse
Styrelse	Styrelsemöten	Stämmobeslut Introduktionsprospekt Noteringsavtal Arbetsordning Årsredovisningslagen	Årsredovisning Delårsrapporter
VD – förvaltning – analys – administration – IR	Förvaltarmöten	Styrelsebeslut VD-instruktion Placeringsinstruktion Kostnadsbudget	Månadsmaterial

Förvaltningskostnader

VD presenterar ett förslag för styrelsen till kostnadsbudget för kommande verksamhetsår, vilken efter behandling fastställs av styrelsen. Den nuvarande förvaltningsorganisationen beräknas att ha en årlig kostnad om knappt 13 MSEK, vilket i förhållande till balansdagens

substansvärde utgör ca 2,3 procent. Utöver nämnd kostnad kan kostnader tillkomma av incitamentsprogram.

Det är bolagets ambition att ha en förvaltningskostnad som understiger motsvarande kostnader för specialiserade aktiefonder av typen småbolagsfonder.

Ersättningsformer

Anställd personal har tecknat individuella anställningsavtal med bolaget. Ersättning ges i form av marknads- mässig fast lön, reglerad genom avtal och av styrelsen antagen kostnadsbudget. VDs villkor framgår av sidan 49.

Svolders anställda omfattas sedan 1998 av ett incitamentsprogram utformat av bolagets styrelse. Programmet strävar efter att belöna de anställda om de långsiktigt skapar ett mervärde för bolagets aktieägare. Med mervärde avses i första hand substansvärdetillväxt utöver jämförelseindex. Bonus fördelas av styrelsen efter förslag från en *ersättningskommitté* bestående av styrelsens ordförande, verkställande direktören och en representant för den kapitalmässigt största aktieägaren. Aktuell belöningsprogram presenteras utförligt på sidan 49.

Svolders roll som aktieägare

Svolder anser att de verksamheter som inryms under respektive aktie/företagsgrupp sköts och styrs bäst av erfarna branskmänniskor. Svolder önskar därför i normalfallet ingen styrelsrepresentation. Detta innebär inte att Svolder är en passiv ägare, men anpassar sitt engagemang i ägarfrågor utifrån dess ekonomiska betydelse för Svolders aktieägare. Företrädare för bolaget besöker regelbundet aktuella verksamheter och håller en dialog med företagsledning och övriga större ägare. Svolder medverkar, på eget eller andras initiativ, i portföljbolags nomineringsprocesser men önskar inte medverka i stämmovalda nomineringskommittéer då sådana bör representera en aktuell ägarkrets – ej en historisk. Bolaget deltar – om det är möjligt och motiverat – på portföljbolagens bolagsstämmor.

PORTFÖLJPOLITIK

Svolder placerar i aktier, eller aktierelaterade instrument som konverteringslån och teckningsoptioner, i svenska noterade bolag med marknadsvärden främst inom intervallet 0,3 till 10 miljarder SEK. Portföljbeslut fattas på strikt kommersiella grunder utifrån samtliga aktieägars intresse.

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

Utvärdering

Målsättningen är att över tiden ha en bättre kapitalavkastning än den svenska småbolagsmarknaden. Denna mäts vanligen som CSX, ett värdeviktat index för noterade svenska småbolagsaktier.

Onoterade bolag

Svolder nyinvesterar endast i onoterade aktier om synnerliga skäl föreligger. Befintliga onoterade aktier förvaltas med hänsyn till de värden innehaven förväntas besitta och skall på sikt marknadsnoteras eller avyttras.

Portföljstruktur

Svolder kommer i normalfallet inte att äga mer än 15 procent av ett bolags aktier. Ej heller kommer någon aktiepost svara för mer än 15 procent av portföljvärdet. Avvikelse skall vara tillfälliga och endast vara motiverade om starka kommersiella hänsyn talar härför. Antalet portföljbolag är normalt 25–30 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 småbolagsaktier samt med hänsyn tagen till att bolagets utdelningspolitik skall kunna uppfyllas.

Valutor

Svolder spekulerar inte i valutaförändringar genom valutahandel eller särskilda valutapositioner. Bolagets valutasynt avspeglas istället i de enskilda aktieanalyserna.

Belåningsmöjligheter

Skattesituationen för ett investmentföretag kan stimulera till viss belåning. Svolder kan, om förutsättningar bedöms lämpliga, ha en nettoskuldssättning om maximalt 33 procent av bolagets tillgångar. Inom ramen för den löpande förvaltningen kommer belåning tillämpas restriktivt.

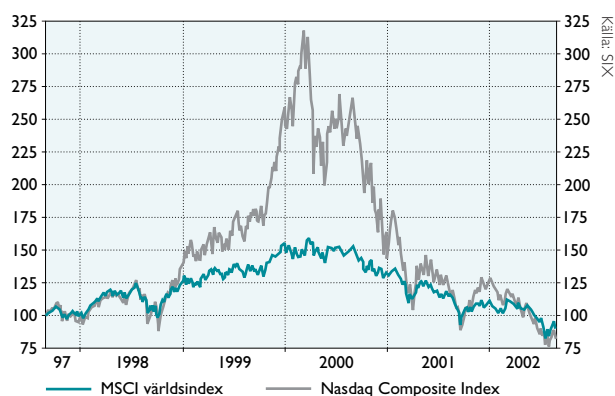
Derivat, garantier, aktieutlåning med mera

Svolder använder i begränsad utsträckning derivat, dvs optioner, terminer etc, i den mån det är lämpligt och möjligt. Bolaget kan delta i garantikonsortier för nyemissioner och låna ut aktier om det är kommersiellt betingat. Styrelsens placeringsinstruktion reglerar nivån på möjligt utnyttjande av nämnda finansiella instrument.

AKTIEPORTFÖLJEN

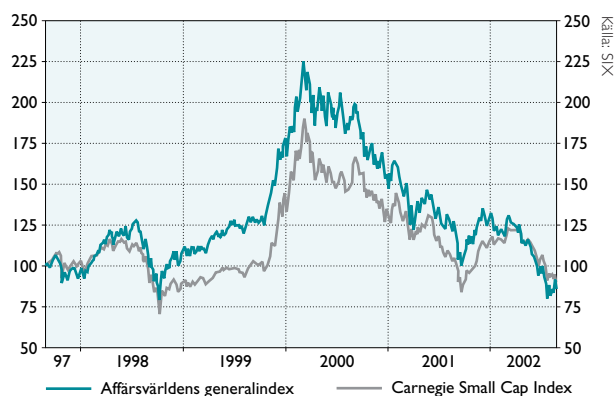
Nedgången på världens aktiemarknader, som tog sin början i mars år 2000, har nu pågått i över 30 månader. Detta är historiskt en mycket lång tid av fallande kurser, även om kursuppgångarna under senare delen av 1990-talet likaså var såväl långvariga som kraftfulla. Särskilt är det placerarnas inställning till aktier i tillväxtbolag som dramatiskt har förändrats. Detta åskådliggörs tydligt av utvecklingen de senaste åren för den tillväxtorienterade amerikanska Nasdaq-börsen samt i nedgången för världsindex (MSCI).

VÄRLDSINDEX OCH NASDAQ (USD)



Den svenska börsen har likaså haft en turbulent period före och efter millennieskiftet. Småbolagen, mätt som CSX, har präglats av något mindre kursfluktuationer. Detta är delvis avhängigt den stora betydelse kursutvecklingen i Ericsson haft för Affärsvärldens generalindex.

AFGX OCH CSX



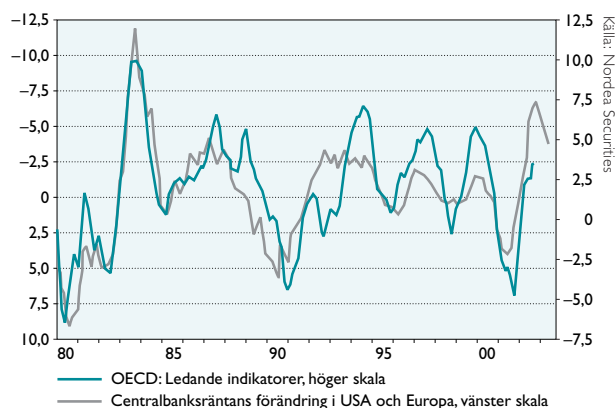
Verksamhetsåret 2001/2002 har kännetecknats av en stark negativ trend, även om vissa kortare perioder haft en positiv utveckling. Världsindex (MSCI) sjönk med 18,2 procent mätt i USD under tolv månadersperioden och den amerikanska teknologibörsen Nasdaq noterade en nedgång med 27,2 procent. Den svenska börsen, mätt som Affärsvärldens generalindex, redovisade en likartat svag utveckling och föll med hela 28,8 procent. Småbolagsindex CSX föll däremot mindre, -11,6 procent. Ingen justering görs för underliggande aktieutdelningar i dessa index.

VÄRLDSINDEX (USD)



Efter terrordåden den 11 september 2001 justerades förväntningarna på BNP-tillväxten i världen ned ordentligt. Svolders uppfattning var att den mycket expansiva finans- och penningpolitiken som initierades främst i USA skulle bromsa den pågående konjunkturnedgången. Utfallet för det fjärde kvartalet 2001 visade överraskande att tillväxten var positiv, främst tack vare stark bilförsäljning och ökade offentliga utgifter. Stora lagerminskningar drog ned tillväxten, men skapade samtidigt förutsättningar för en återhämtning när väl den underliggande efterfrågan stabiliserades. BNP prognoserna började justeras upp. I USA var uppjusteringen kraftig och nivåerna högre än före den 11 september. Europas tillväxtförväntningar justerades också upp, men inte till de tidigare nivåerna. Ett flertal ledande ekonomiska indikatorer stödde denna utveckling. Under inledningen av 2002 kom det ytterligare tecken på en bättre konjunktur.

LEDANDE INDIKATORER OCH PENNINGPOLITIK



Börskurserna steg under hösten 2001. Främsta anledningen bakom uppgången torde ha varit den penningpolitiska stimulans som FED genomförde i USA. Uppgången skedde trots att det började uppdragats tveksamheter i vissa bolags redovisning. När osäkerheten ökade huruvida placerarna kunde lita på företagens redovisning började aktiemarknaderna åter att falla. Detta trots att den ekonomiska makrostatistiken fortfarande var stark och företagen presterade ungefär som förväntat.

Aktier inom tillväxtorienterade sektorer som telekommunikation, media och informationsteknologi (TIME) har noterat de kraftigaste kursfallen under verksamhetsåret. Detta trots en upphämtning under hösten och vintern 2001. I inledningen av 2002 började aktier i industribolag gå relativt starkt på förhoppningar om en bättre industrikonjunktur. Sedan början av mars har dock utvecklingen på Stockholmsbörsen varit entydigt negativ. Nedgången har varit bred och med undantag för råvarubolag och konsumentvarurelaterade aktier har samtliga branschindex därefter fått vidkännas en negativ kursutveckling.

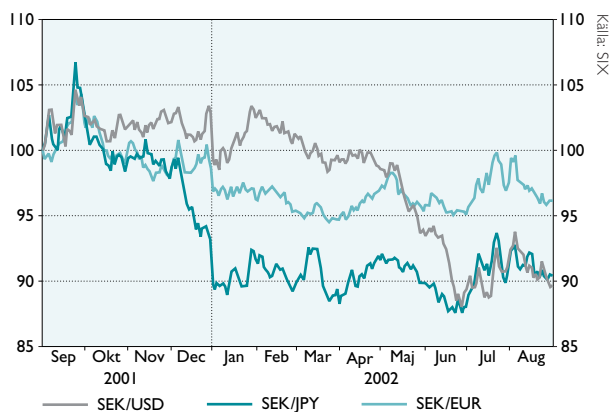
IT OCH SMÅBOLAG



Oro och tvivel över styrkan i den internationella konjunkturen och företagens vinstutveckling har kommit att prägla marknaden. Dessutom har flera av de största svenska börsbolagen tvingats hantera sina egna specifika problem. Fortsatta redovisningsskandaler i USA, oro för nya terrorhandlingar samt krigshot i Mellersta Östern är andra faktorer som ytterligare spärr på det negativa marknadssentimentet.

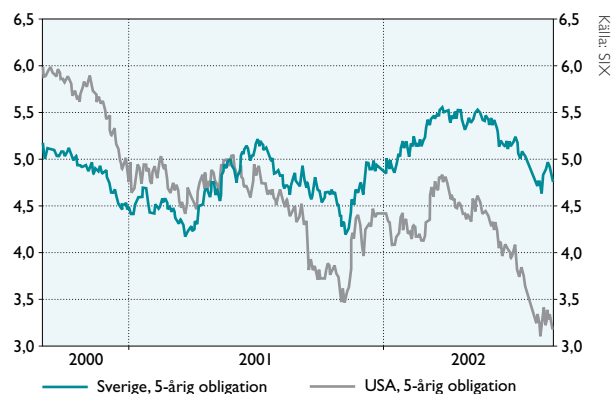
Sett över de senaste 12 månaderna har valutaförändringarna varit väsentliga. Alla ledande valutor har försvagats mot den svenska kronan – amerikanska dollarn med 10 och euron med 4 procent. Den svenska industrin har sålunda tappat i konkurrenskraft under denna tid, även om det skett från tidigare goda nivåer.

VALUTAFÖRÄNDRINGAR



Centralbankerna i USA och Europa har, särskilt under den första delen av verksamhetsåret, fört en expansiv penningpolitik i syfte att stimulera den ekonomiska tillväxten. Räntorna i USA har sjunkit kraftigt både på den långa och korta sidan. Låga räntor gynnar aktier framför räntebärande placeringar.

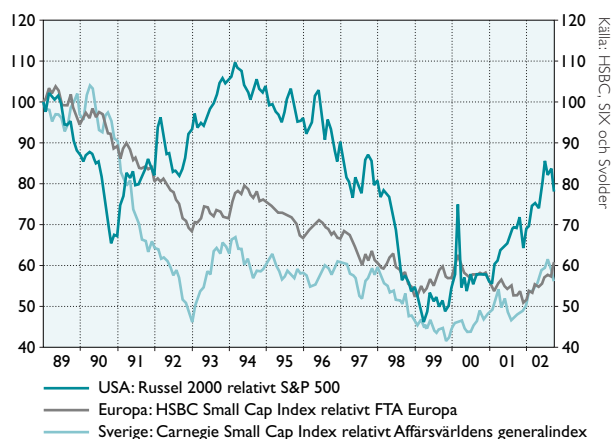
OBLIGATIONS RÄNTOR (%)



Bilden i Sverige var något annorlunda, då räntorna i stort sett var oförändrade under tolv månadersperioden. Detta hade sannolikt sin grund i de svenska hushållens höga konsumtionsvilja, låg andel arbetslösa samt tecken på konjunkturförbättring.

Under verksamhetsåret har de ledande ekonomiska indikatorerna i västvärlden pekat uppåt. En naturlig effekt av sänkta styrräntor är normalt ökad industriproduktion.

SMÅBOLAGS- RELATIVT STORBOLAGSINDEX



Sett i ett tioårigt perspektiv har den relativa utvecklingen varit negativ för småbolagsaktier i såväl Sverige, som i USA och Europa. Under de senaste åren har utvecklingen dock vänt till de mindre bolagens fördel. Detta stämmer inte med utvecklingstendensen för teknologibolag på exempelvis Nasdaqbörsen. Förklaringen går, enligt Svolders bedömning, därför att finna i att underliggande aktier i ovanstående 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.

ANALYS AV VÄRDEFÖRÄNDRINGEN

Relativ Portföljanslys

Svolders jämförelseindex är huvudsakligen Carnegie Small Cap Index (CSX) – ett värdeviktat index som på balansdagen bestod av 222 svenska småbolagsaktier, fördelade på nio branscher och med ett samlat marknadsvärde om 145 miljarder SEK. Ingående aktier i CSX förändras kvartalsvis utifrån en övre börsvärdegräns som fastställs av värdeutvecklingen för samtliga aktier på de nordiska börserna och som i dagsläget är ca fyra miljarder SEK (oktober 2002). Kapitalgränsen blir sålunda främst beroende av kursutvecklingen för storföretag som Ericsson, Nokia, Den Danske Bank och Orkla. En portföljpolitik som uteslutande bygger på CSX blir likaså ryckig, då underliggande aktier varierar i en önskat hög takt. Svolder har därför successivt kommit att ha en mer flexibel inställning till värdegränser för portfölj innehaven och CSX som jämförelseindex, utan att för den skull ge avkall på bolagets inriktning mot aktier i svenska små och medelstora noterade bolag.

Vid verksamhetsårets ingång var de två värdemässigt största branscherna i CSX Industri och Finans. Vid dess utgång hade även Konsumentvaruföretag tillkommit som en betydande småbolagsbransch.

BRANSCHERS VIKT I CSX I PROCENT OCH ANTAL BOLAG

Bransch	2002-08-31		2001-08-31		Förändring	
	%	antal	%	antal	%	antal
Råvaror ¹⁾	4,5	12	10,0	16	-5,5	-4
Industri	23,5	51	19,2	53	4,3	-2
Konsumentvaror	14,2	21	10,0	22	4,2	-1
Hälsovård	8,8	21	13,9	21	-5,1	0
Finans	24,2	33	24,4	37	-0,2	-4
IT	10,6	53	11,6	58	-1,0	-5
Telekom	4,5	16	5,1	16	-0,6	0
Media	4,1	6	3,5	9	0,6	-3
Tjänster	5,6	9	2,3	8	3,3	1
Totalt	100,0	222	100,0	240		-18

¹⁾ Profilgruppen, SAPA och Höganäs har i CSX klassificerats som råvaruföretag under de olika mätperioderna. Från september 2002 betraktas Profilgruppen och SAPA (ej längre i CSX) som industriföretag.

Källa: SIX och Svolder

Branschernas vikter förändras till följd av kursförändringar, nyemissioner samt aktier som tillkommer eller försvinner utifrån den rörliga småbolagsgränsen. Under verksamhetsåret har andelen konsumentvaru- och industriaktier ökat till följd av underliggande aktiers värdeökningar – såväl absolut som relativt. Dessa branschers vikter har också påverkats av såväl tillskott som frångången av aktier till följd av börsintroduktioner, omklassificeringar samt nya gränsdragningar för CSX. Branschen Hälsovårds andel har påverkats negativt av kursfall och sänkta värdegränser. Aktier inom gruppen Råvaror har vanligtvis stigit i värde, men CSX-andelen har minskat utifrån de förändrade värdegränserna. Andelen IT- och telekomaktier är i det närmaste oförändrad trots svag kursutveckling. Detta beror delvis på nyemissioner i bolagen men också på att antalet

ingående bolag i liten utsträckning förändrats under verksamhetsåret.

SVOLDERS BRANSCHVISA PORTFÖLJEXPONERING

Bransch	Svolders genomsnittliga portföljvikt, %	Relativ vikt Svolder/CSX ¹⁾	Relativ vikt Svolder/ AFGX ²⁾
Råvaror	3,5	0,4	0,5
Industri	32,5	1,5	1,8
Konsumentvaror	10,0	0,9	0,9
Hälsovård	0,4	0	0
Finans	9,6	0,4	0,4
IT	16,1	1,3	10,7
Telekom	23,2	4,7	1,2
Media	-	0	0
Tjänster	4,7	1,8	1,4
Totalt	100,0		

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

²⁾ Svolders motsvarande branschviktning relativt AFGX (genomsnitt).

Källa: SIX och Svolder

Den samlade svenska börsen, ofta definierad som Affärsvärldens generalindex (AFGX), har i dagsläget sin största vikt av aktier inom branscherna Industri och Finans. Branschen Finans är främst uppbyggd av banker, till skillnad från CSX där fastighetsbolag i stället väger tyngst. Den tidigare så dominerande branschen Telekom har genom kursfallet i Ericssonaktien minskat i betydelse, men är ändå väsentligt större än inom CSX. Detta kompenseras delvis av att övriga delar av TIME segmentet är större inom CSX. Då branschviktningen för dessa två index nu blivit mer homogen bör den närmaste tidens indexutveckling bli mer jämförbar än tidigare, och då primärt ta hänsyn till bolagens storlek. Under senare år har småbolagsaktierna utvecklats mindre dåligt än de stora, mycket till följd av den svaga utvecklingen för aktier som Ericsson, Skandia och AstraZeneca. Detta är en scenförändring från 1990-talet då bland annat nämnda storbolag hade starkare kurstillväxt än småbolag.

VÄRDEFÖRÄNDRING I PROCENT

	2001/2002	2000/2001	1999/2000
Svolders substansvärde			
Exklusive lämnad utdelning	-30,3	-41,2	41,8
Inklusive lämnad utdelning	-24,6	-35,9	47,6
Carnegie Small Cap Index			
Exklusive lämnade utdelningar	-11,6	-36,5	61,6
Inklusive beräknade utdelningar	-9,6	-34,5	63,8
Affärsvärldens generalindex			
Exklusive lämnade utdelningar	-28,8	-37,3	52,6
Inklusive beräknade utdelningar	-26,8	-35,3	54,1

Källa: SIX, Carnegie och Svolder

Svolders substansvärde föll under verksamhetsåret med 24,6 procent, efter återläggning av lämnad utdelning om

3,50 SEK per aktie. Utfallet är hela femton procentenheter sämre än CSX, efter justering för beräknade aktieutdelningar hos de underliggande aktierna, men i nivå med AFGX. Förklaringarna – som vidareutvecklas nedan – går främst att finna i Svolders höga andel av telekomberoende företag, samt ett mindre framgångsrikt aktieurval inom branscherna Industri, Finans och IT.

Småbolagsaktierna hade sinsemellan starkt varierande kursutveckling. Endast branscherna Industri och Konsumentvaror redovisade värdestegring i absoluta tal, även om spridningen mellan bolagen var stor. För aktier inom branscherna Hälsovård, IT, Telekom, Media och Tjänster var kursutvecklingen vanligen svag eller mycket svag. Det bör observeras att ingen officiell nedbrytning av CSX finns för de olika branscherna, och att presenterade uppgifter om branschernas värdeutveckling 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	8,2	0	–
Industri	21,9	+	+
Konsumentvaror	11,5	++	++
Hälsovård	11,9	–	--
Finans	23,1	0	–
IT	12,3	--	--
Telekom	4,9	--	--
Media	3,6	–	--
Tjänster	2,6	--	--
Totalt	100,0		

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

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

Källa: SIX och Svolder

Om aktieportföljens samlade negativa substansvärdebidrag ställs i relation till genomsnittligt placerat kapital under verksamhetsåret 2001/2002, vilket ur avkastnings-synvinkel är det mest rättvisande, framgår det att räntabiliteten för Hälsovård varit högst (46,2 procent). Detta är dock hänförligt till en mycket låg kapitalbindning under kort tid (Active Biocare). Räntabiliteten 32,0 procent för Konsumentvaruaktier baseras i stället på fem aktier och ett förhållandevis stort placerat kapital. Lågst har den varit för IT och Telekom, med negativa avkastningstal om 63,2 respektive 45,5 procent. 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.

Vid en analys av förvaltningen bör dels aktiv branschviktning, dels de olika aktieurvalen bedömas. I kommande avsnitt, "Absolut portföljanslys" kommer stor vikt att läggas vid olika aktiers/bolags värde- och resultatutveckling. En mer djupgående analys ser också till i vilken utsträckning som Svolders branschexponering varit bra eller dålig. En sådan bedömning ger för handen att aktie-

SVOLDER: LÖNSAMHET 2001/2002 PER BRANSCH¹⁾

Bransch	Antal företag	Genomsnittligt placerat kapital (MSEK)	Substans- värdebidrag (MSEK)	Ränta- bilitet %
Råvaror	2	24,0	–0,8	–3,4
Industri	10	216,2	–33,2	–15,4
Konsumentvaror	5	63,6	20,3	32,0
Hälsovård	1	2,4	1,1	46,2
Finans	7	63,3	–22,3	–35,1
IT	9	107,6	–68,0	–63,2
Telekom	6	158,0	–71,9	–45,5
Media	–	–	–	0,0
Tjänster	3	30,7	–10,4	–33,9
Summa aktier	43	665,7	–185,1	
Likvida medel		41,7	1,6	3,8
Kostnader			–11,4	
Totalt		707,4	–194,9	

¹⁾ Beräkningen av genomsnittligt kapital görs från utgående månadsvärden.

förvaltningen som helhet utvecklades negativt i förhållande till CSX. Aktieurvalet hade därvid en starkare negativ inverkan på utfallet än branschviktningen.

OMDÖME OM PORTFÖLJFÖRVALTNINGEN¹⁾

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

¹⁾ Femgradig skala från mycket svagt (–) till mycket bra (++)

Vad gäller aktieportföljens viktning i förhållande till jämförelseindex avviker två branscher markant. Negativt är den höga andelen telekomrelaterade aktier medan avsaknaden av aktier inom hälsovårdssektorn varit positivt. I mindre utsträckning har undervikten av konsumentvaruaktier samt övervikten av IT/högteknologi-aktier drabbat utfallet. På motsvarande sätt har övervikten av aktier inom branschen Industri, undervikten av aktier inom Finans samt avsaknaden av mediaaktier varit positivt.

Genomgående har aktier i större bolag inom småbolagssegmentet haft en bättre kursutveckling än små. När institutionellt kapital sökt sig mot dessa segment har den relativt sett goda aktielikviditeten värderats högt av placerarna. Flera av de större små- och medelstora bolagen har samtidigt också haft högre grad av stabilitet, såväl resultatmässigt som finansiellt.

Svolders aktieurval har generellt varit svagt med undantag för telekomaktier, som utvecklats bättre än övriga branschföretag. Särskilt inom branscherna Industri, Finans och IT/högteknologi har urvalet varit bristfälligt. Stora innehav som de i elektronikföretaget **Beijer Electronics** och i industrikonglomeratet **Beijer Alma** har

utvecklats väsentligt sämre än övriga mindre och medelstora industriföretag.

Inom branschen Finans har Svolder valt att lämna delbranschen fastigheter utifrån bedömningen att hyresnivåerna för kommersiella lokaler på flera geografiska marknader är på nedgång. Dessa förvaltningsbeslut togs – sett i efterhand – för tidigt. Även om fastighetsaktier också drabbats av kursnedgångar har aktierna av placerare bedömts som förhållandevis säkra placeringar – i en för övrigt besvärlig aktiemarknad – baserat på hög utdelningsandel, återköp av aktier samt informativ redovisning. Det bör också noteras att flera av fastighetsbolagen på ett framgångsrikt sätt kunnat kompensera den negativa hyresutvecklingen genom fastighetsförädling och minskade vakanser.

Flera av förvärven av IT-aktier under år 2000 och 2001 gjordes utifrån bedömningar om att dessa kännetecknades av högre finansiell stabilitet och mindre rörelserisk än övriga branschföretag. I flera fall var denna analys felaktig och bolagen kom i stället senare att drabbas av de svåra omvärldsbetingelserna. Kursfallen har därför fortsatt i takt med svaga resultat i exempelvis TurnIT, Dimension, Boss Media och Readsoft.

Absolut portföljanalys

I portföljuppställningen på sidan 23 redovisas Svolders aktieinnehav uppdelat efter bransch. Fördelningen följer Affärsvärldens och CSX branschuppdelning. Branschen Konsumentvaror har skapat det största bidraget till Svolders substansvärde under verksamhetsåret, med en tillväxt om 2,6 procent motsvarande 20,3 MSEK (1,60 SEK per Svolderaktie). Den stora belastningen på substansvärdet kommer från sektorerna Telekom och IT, vilka tillsammans sänkt substansvärdet med 140 MSEK

(–10,90 SEK per Svolderaktie). Även branscherna Industri, Finans och Tjänster har belastat substansvärdet. För branscherna Råvaror och Hälsovård är utfallet relativt nära noll.

SUBSTANSVÄRDEBIDRAG 2001/2002 PER BRANSCH

Bransch	Antal företag	Substansvärdebidrag (MSEK)	Ack. värdeförändring %
Råvaror	2	–0,8	–0,1
Industri	10	–33,2	–4,2
Konsumentvaror	5	20,3	2,6
Hälsovård	1	1,1	0,1
Finans	7	–22,3	–2,8
IT	9	–68,0	–8,6
Telekom	6	–71,9	–9,1
Media	-	0,0	0,0
Tjänster	3	–10,4	–1,3
Summa aktier	43	–185,1	–23,4
Likvida medel		1,6	0,2
Kostnader		–11,4	–1,4
Totalt		–194,9	–24,6

De 43 aktier som under verksamhetsåret 2001/2002 funnits i Svolders aktieportfölj, och som 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 28 kvarvarande innehaven vid verksamhetsårets utgång har, inklusive mottagna utdelningar mm om 8,1 MSEK, tillsammans belastat substansvärdet med 216,1 MSEK (–16,90 SEK per Svolderaktie) under 2001/2002.

SUBSTANSVÄRDEBIDRAG 2001/2002

Befintliga innehav		Substansvärdebidrag MSEK
Aktie	Bransch	
ProfilGruppen	Råvaror	0,3
Besthand	Tjänster	0,0
Summa två största		0,3
Övriga (16 st)		–68,8
Telelogic	Telekom	–9,4
BTS Group	Tjänster	–9,7
Frontec	IT	–10,0
Bure Equity	Finans	–11,0
Dimension	IT	–11,2
Semcon	Industri	–12,6
TurnIT	IT	–13,9
Beijer Electronics	Industri	–16,3
Nolato	Telekom	–17,8
LGP Telecom	Telekom	–35,7
Summa tio minsta		–147,6
Totalt		–216,1

Tidigare innehav		Substansvärdebidrag MSEK
Aktie	Bransch	
Axfood	Konsumentvaror	25,4
Hexagon	Industri	4,5
G & L Beijer	Industri	2,7
NIBE Industrier	Konsumentvaror	2,3
Finnveden	Industri	1,9
Summa fem största		36,8
Övriga (5 st)		3,2
Utfors	Telekom	–0,4
Academedica	Tjänster	–0,7
Wedins	Konsumentvaror	–2,3
JC	Konsumentvaror	–2,8
Karolin Machine Tool	Industri	–2,8
Summa fem minsta		–9,0
Totalt		31,0

De 15 värdepapper som ej längre finns kvar i portföljen gav detta verksamhetsår däremot tillsammans ett substansvärdebidrag om 31,0 MSEK, varav 3,2 MSEK utgjordes av aktieutdelningar.

I detta textavsnitt kommer ett flertal av de bolag som under verksamhetsåret kraftigast förändrat Svolders substansvärde, och som omnämns i tabellen ovan, att närmare belysas. Därutöver kommer bolag som **Nolato**, **Bure Equity**, **G&L Beijer** och **JC** att kommenteras under "Köp till aktieportföljen" respektive "Försäljningar ur aktieportföljen". Aktier som haft stor positiv eller negativ inverkan på värdeutvecklingen under de två senaste åren behandlas i avsnittet "Två års utveckling", bland annat **NIBE Industrier** respektive **Utfors** och **Frontec**. I årsredovisningens del med bolagspresentationer, se sidan 35, beskrivs också innehav som haft stor negativ betydelse för portföljutvecklingen – exempelvis **Beijer Electronics**, **Semcon** och **TurnIT** – eller som på annat sätt bedöms som särskilt intressanta ur portfölj- och informationssynpunkt.

Årets analys över värdeförändringarna följer fjolårets såväl bransch- som bolagsmässigt. Då, liksom nu, var Telekom och IT mest tärande på Svolders substansvärde. Dramatiken i kursnedgångar och belastningar av substansvärdet blir betydande för enskilda IT- och telekomrelaterade aktier som exempelvis **LGP Telecom** och **Dimension**.

LGP TELECOM



Telekomföretaget LGP har en stark kundrelation till framför allt Nokia och väl anpassade produkter för GSM-system och kommande 3G-nät. Nu välkända marknadsproblem för systemtillverkare inom telekombranschen drabbade bolaget mycket hårt, med början under försommaren 2001. De kostnadsanpassningar som bolaget därefter genomfört gör det successivt lättare att återkomma till historisk lönsamhet och vinst. Aktiemarknadens tidigare höga förtroende för **LGP Telecom** drabbades dock allvarligt av informationsgivningen i samband med en riktad nyemission under senare delen av 2001. En betydande kapitalbindning till följd av tomtförvärv för uppförande av nytt huvudkontor och nya produktionslokaler hade dock beslutats redan tidigare och endast i begränsad utsträckning informerats aktieägarna. I stället pratades om låga investeringsbehov i rådande marknadsläge. Efter det att nyemissionen var genomförd visade det sig dessutom att den uppenbarligen var en konsekvens av uppsagda lån

från banken som genomförde och administrerade emissionen. Det är nu ett mödosamt arbete som den nya, men branschferna, företagsledningen har framför sig. De senaste presenterade delårsrapporterna pekar dock på förbättrat kapacitetsutnyttjande och väsentligt förbättrade vinstmarginaler. Aktien var verksamhetsårets sämsta sett utifrån belastningen på substansvärdet: -35,7 MSEK (-2,80 SEK per Svolderaktie).

Dimension är specialiserat på att integrera infrastrukturlösningar inom IT, vanligtvis knutna till det amerikanska hårdvaruföretaget Sun Microsystems produkter. Verksamheten har under flera år visat en stark expansion under lönsamhet. Hög grad av kundorientering och helhetssyn kring uppdragen kännetecknar verksamheten, som det senaste året också genom förvärv tillförts kompetens för ökat kunskapsinnehåll i produktutbudet. Dimension har sedan börsintroduktionen våren 2001 ofta kommunicerat förhållandevis positiva omdömen om det egna företaget och dess marknader, för att vid nästa informationstillfälle kraftigt komma till korta. Utvecklingen för Dimension-aktien visar tydligt på kostnaderna för ett brustet aktiemarknadsförtroende. Bevisbördan ligger idag helt på ledning och styrelse att kunna visa att det senaste strukturprogrammet kommer att resultera i en sund och lönsam kärnrörelse. Dimension-innehavet belastade Svolders substansvärde under 2001/2002 med 11,2 MSEK, eller nästan 0,90 SEK per Svolderaktie.

DIMENSION



BTS Group arbetar med ledarutbildning genom simuleringsmodeller för stora företag. BTS är framför allt verksam i USA, Storbritannien och Skandinavien. Bolagets första delårsrapport efter börsnoteringen våren 2001 visade sig något sämre än förväntat. Denna negativa start förstärktes därefter genom terrorattackerna i USA. Bolagets relativa litenhet och aktiens mycket låga omsättning har likaså påverkat aktiekursen negativt. BTS uppvisar, till skillnad mot företag inom den näraliggande e-learning branschen, positivt resultat. En snabb kostnadsanpassning till de förändrade omvärldsbetingelserna har redan resulterat i återvunna marginaler. Belastningen blev 9,7 MSEK, motsvarande knappt 0,80 SEK per Svolderaktie.

Industrikonglomeratet **Beijer Alma** har till skillnad från de flesta övriga industrikonglomerat på Stockholms-

börsen haft en svag börsutveckling under 2001/2002. Orsaken går att finna i verksamhetens expansion och koncentration mot industriella tillväxtbranscher, bland annat telekom. Kundföretagen utanför telekombranschen ökar emellertid i betydelse och svarade vid det senaste rapporttillfället för hela 84 procent av försäljningen (juni 2002). Gruppen arbetar med försäljning och tillverkning av elektrisk induktikabel (Habia), uppdragsproduktion inom skärande bearbetning i aluminium (Elimag) samt den verksamhetsmässigt breda industrigruppen Lesjöfors. Vinst och omsättning har fallit under den senaste tolv månadersperioden. Samtidigt har verksamheten anpassat sina kostnader för detta. Den finansiella ställningen möjliggör en rimlig utdelning även under förhållandevis svåra verksamhetsbetingelser. Svolders substansvärde minskade 7,9 MSEK (0,60 SEK per aktie) under verksamhetsåret till följd av innehavet i Beijer Alma.

BEIJER ALMA



Micronic är ett högteknologiskt företag som utvecklar, tillverkar och marknadsför en serie mycket noggranna laserritare för framställning av fotomasker. Varje enskild laserritare representerar ett stort försäljningsbelopp. Detta betyder i sin tur att en senarelagd beställning får relativt stort genomslag på Micronics totala försäljning. Micronics system används av världens ledande elektronikföretag i tillverkningen av bildskärmar för TV-apparater och datorer, samt i tillverkningen av halvledarkretsar. Tillväxtinriktade teknologibolag med internationella och världsledande elektronikkoncerner som sina största kunder, sunda finanser och institutionell ägarkrets är ovanliga på Stockholmsbörsen. Detta har också från tid till annan inneburit att Micronic värderats med premium av aktiemarknaden, något som Svolder ser som befogat utifrån bland annat historiska framgångar. Även Micronic har kommit att drabbas av den kraftiga börsnedgången för teknologibolag i takt med att konjunkturuppgång och ordrar skjutits framåt. Kursnedgången har resulterat i en belastning av Svolders substansvärde med 7,1 MSEK, motsvarande knappt 0,60 SEK per Svolderaktie.

Besthand utgör det enda onoterade aktieinnehavet av betydelse. Huvuddelen av innehavet, som utgörs av preferensaktier och konverteringslån, har tillkommit genom nyemissioner tecknade tillsammans med H&B Capital – ett investeringsbolag specialiserat på hälsovård och

konsumentvarumärken med en ägarkrets bestående av stora skandinaviska institutioner. Besthand bedriver bemannings- och säljstödande verksamhet för detaljhandeln. Omsättningen 2002 förväntas bli omkring 130 MSEK, en ökning med mer än 60 procent jämfört med fjolåret. Bland kunderna finns en mängd kända konsumentvaruföretag och butikskedjor. Verksamheten är rikstäckande. Den kraftiga expansionen har dock inte skett smärtfritt. Särskilt de administrativa och operationella rutinerna har inte varit anpassade för de ökade volymerna. Resultat och kassaflöde har därför inte utvecklats i nivå med förväntningarna. Den branschkunskap som ledning, styrelse och övriga ägare besitter reducerar dock risken med investeringen, liksom dagligvaruhandels relativa konjunkturoberoende. Arbetet för Besthand blir den närmaste tiden mer inriktat mot konsolidering och effektivisering än tillväxt.

Ambitionen är att Besthand skall marknadsnoteras. Möjligheten att uppnå detta är en funktion av såväl interna som externa faktorer. Med nu känd information om företaget, men framför allt utifrån tillståndet på riskkapitalmarknaden, framstår inte en notering under 2003 som särskilt sannolik.

AXFOOD



Verksamhetsårets i särklass bästa bidragsgivare blev detaljhandelskedjan Axfood. Kurs- och resultatuppgången inleddes redan under föregående verksamhetsår. Sammanlagningen av Axel Johnson-sfärens grossist- och detaljist-rörelser inom dagligvaruhandeln hade då börjat resultera i kostnadsbesparingar och allmänna synergieffekter efter en osäker inledning. Den nya företagsledningen har framgångsrikt sett över de olika butikskoncepten, rationaliserat inköpsrutiner och fokuserat på vinstmarginalerna. I takt med framgångarna blir det dock svårare att skapa ytterligare vinstförbättringar. Samtidigt som butikskonceptet Willys är en stor framgång för Axfood står Hemköpskedjan, med sin höga grad av etableringar i mindre expansiva regioner, fortsatt inför stora utmaningar. Ambitioner att etablera Axfood som en nordisk grupp innebär såväl svårigheter som möjligheter om och när de genomförs. Svolder bedömde att värderingen av Axfood successivt blev mindre attraktiv, och valde därför att sälja den sista delen av innehavet under försommaren 2002. Verksamhetsårets substansvärdebidrag blev goda 25,4 MSEK, motsvarande 2,00 SEK per Svolderaktie.

Industrikonglomeratet **Hexagon** har ambitionen att koncentrera verksamheten, och har därför bland annat avyttrat mobilantenstillverkaren Moteco samt sålt aktier i börsföretagen VBG och Svedbergs. Samtidigt har förvärv gjorts av en amerikansk industrigrupp inom mätsystem. Under det första halvåret 2002 uppvärderades ett antal verkstadsföretag kraftigt, bland annat Hexagon. Förbättrade konjunktursignaler och brist på placeringsalternativ var sannolikt huvudorsakerna. Svolder bedömde att kursuppgången för Hexagon under våren gått väl snabbt, i såväl absoluta som relativa termer och i synnerhet när en offentliggjord nyemission mottogs positivt av marknaden. Innehavet såldes därför med ett substansvärdebidrag om goda 4,5 MSEK (knappt 0,40 SEK per Svolderaktie).

Finnveden tvingades under hösten 2001 att genomföra en företrädesemission i syfte att stärka balansräkningen efter de senaste årens kraftiga förvärvsexpansion inom underleverantörsledet till framför allt fordonsindustrin. Efter att emissionen blivit fulltecknad – trots vissa svårigheter – började aktien successivt att stärkas under vinterhalvåret 2001/2002. Detta gjordes, enligt Svolders bedömning, snarast beroende på den då generellt goda kursutvecklingen för verkstadsföretag och inte utifrån styrketecken från Finnvedens egen sida. Aktierna såldes följaktligen i sin helhet i april 2002 och ett substansvärdebidrag om 1,9 MSEK skapades.

SUBSTANSVÄRDEBIDRAG TVÅ VERKSAMHETSÅR I MSEK

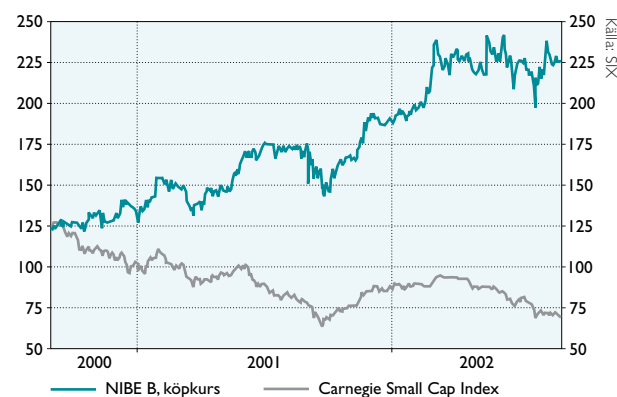
Aktie	2001/2002	2000/2001	Totalt
Axfood	25,4	21,5	46,9
Lindab	0,0	30,6	30,6
NIBE Industrier	2,3	13,6	16,0
JM	-	12,9	12,9
G & L Beijer	2,7	9,2	11,8
LjungbergGruppen	0,3	11,2	11,5
Atle	-	6,1	6,1
XPonCard	-2,3	8,0	5,7
Hexagon	4,5	0,6	5,1
B & N Nordsjöfrakt	0,4	3,2	3,6
Summa tio största	33,3	116,8	150,1
Övriga (33 st)	-103,5	-97,3	-200,9
Readsoft	-6,4	-23,4	-29,8
Beijer Alma	-7,9	-23,2	-31,2
Dimension	-11,2	-21,0	-32,3
Mind	-9,3	-27,0	-36,4
Utfors	-0,4	-41,3	-41,8
SwitchCore	-2,1	-45,4	-47,5
LGP Telecom	-35,7	-19,8	-55,5
Nolato	-17,8	-61,2	-78,9
TurnIT	-13,9	-82,6	-96,5
Frontec	-10,0	-149,2	-159,2
Summa tio minsta	-114,9	-494,2	-609,1
Totalt	-185,1	-474,7	-659,8
SEK per Svolderaktie	-14,50	-37,10	-51,60

Två års utveckling

Aktieförvaltning bör ses i ett längre perspektiv än enstaka kvartal. Sett över den senaste tvåårsperioden finns tydliga paralleller när såväl goda som dåliga bidragsgivare utvärderas. Skillnaden i värde mellan åren är betydande i så motto att förlusterna är mindre i absoluta tal under verksamhetsåret 2001/2002. Den kursnedgång som inträffat då är procentuellt lika stor, men till följd av ett lägre ingående substansvärde blir effekterna i absoluta tal betydligt mindre än 2000/2001.

Värmeföretaget **NIBE Industrier** har funnits i Svolders aktieportfölj sedan NIBE noterades vid Stockholmsbörsen 1997. Koncernens tre verksamhetsområden Element, Villavärme och Brasvärme har samtliga expanderat under god lönsamhet. Aktien har under de senaste två åren utvecklats mycket väl och har därför lämnat portföljen av värderingsskäl. Affärsområdet Villavärme framstår som intressant även framöver. Däremot kan det inte uteslutas att vitvarubranschens kostnadsfokusering leder till pressade marginaler för det största affärsområdet Element. Av de två senaste årens substansvärdebidrag om 16,0 MSEK kan 2,3 MSEK (0,20 SEK per Svolderaktie) hänföras till verksamhetsåret 2001/2002.

NIBE INDUSTRIER



Fastighetskoncernen **LjungbergGruppen** har under en lång tidsperiod på ett mycket framgångsrikt sätt utvecklat och förändrat såväl olika butiks- som kontorsområden i Stockholmsregionen. Koncernen har därigenom successivt kunnat höja såväl hyresnivåer som resultat. Detta har också avspeglats i en god kurs- och utdelningstillväxt för aktien, som av likviditetsskäl däremot för en slumrande tillvaro på Stockholmsbörsen. Aktien har under ett flertal år bidragit till Svolders substansvärdetillväxt. Så också 2001/2002, även om bidraget då blev marginella 0,3 MSEK. Svolder har de senaste åren minskat sin exponering av fastighetsaktier. Hyresutvecklingen är avstannande för kommersiella kontrakt, särskilt i Stockholmsregionen, och det är svårt att se att det skall tillkomma nya placeringar som köpare av större färdigutvecklade fastighetsbestånd – i varje fall bland svenska aktörer.

XPonCard utgör den expansiva och lönsamma kortdelen av den tidigare Graphium-koncernen. Aktien har under lång tid funnits i Svolders portfölj och först på senare år börjat generera värdetillväxt. XPonCard är

marknadsledare i Norden på bankkort. Dessa står inför en generationsväxling – från magnetremsa till datachip – som skall vara fullt genomförd till 2005. Detta ökar möjligheterna för kortföretagen att använda kort som informationsbärare för olika tilläggstjänster och marknadsinformation, samtidigt som säkerheten mot bedrägerier ökar väsentligt. XPonCard har redan erhållit ordrar på denna nya generation kort. Bolaget tillverkar också SIM-kort till telekomoperatörer. Dessa är utsatta för prispress. I likhet med andra branschaktörer erbjuder XPonCard administrativa och säljriktade kringtjänster till olika kortfamiljer i syfte att tillföra mervärde och därmed i mindre utsträckning drabbas av volymkonkurrens. Under fjolåret bidrog aktien med hela 8,0 MSEK, medan den detta verksamhetsår belastat med 2,3 MSEK (-0,20 SEK per Svolderaktie). Denna skillnad mellan åren framstår som nyckfull utifrån aktiens låga omsättning med därtill instabila börskurser.

Ett antal så kallade TIME-bolag finns i ovanstående tabells slut. Gemensamt för dessa har varit aktiemarknadens historiska glorifiering, företagsledningarnas mycket svulstiga framtidsvisioner och den för sent uppkomna krismedvetenheten.

Den tidigare Internet-konsulten **Mind** har avnoterats från Stockholmsbörsen då dess marknadsvärde inte längre motiverar en notering. Den delvis nya styrelse som försommaren 2001 tog över ansvaret för en konsultorganisation som tidigare i liten utsträckning arbetat utifrån normala företagsekonomiska betingelser har, enligt Svolders uppfattning, på bästa sätt försökt anpassa organisationen till ett fåtal kärnområden där Mind har god branschkompetens. Försvagningen på konsultmarknaden för finansiella tjänster, har tillsammans med bristande interna rapporteringsrutiner omöjliggjort för Mind att i tid finna sin rätta storlek och struktur. Verksamheten omfattar i dagsläget ett femtiotal konsulter specialiserade mot de finansiella marknaderna. Eftersom aktierna inte längre omsätts på en etablerad marknadsplats samt att bolagets historiska utveckling och finansiella status varit instabila har Svolder i bokslutet värderat aktierna till noll. Detta innebär att substansvärdet för 2001/2002 belastats med 9,3 MSEK (-0,70 SEK per Svolderaktie).

I fjolårets årsredovisning beskrevs telekomoperatören **Utfors** med de risker och möjligheter som Svolder då upplevde. Den finansiella osäkerheten, såväl för Utfors som för flertalet konkurrenter och partners, blev snabbt så stor att Svolder valde att sälja hela innehavet redan under hösten 2001. Trots de uppenbara problemen för Utfors verkade de inte beröra bolagets ledning, som ihärdigt fortsatte att basunera ut positiva budskap till aktiemarknaden. Inte ens när insiderförsäljningarna intensifierades upphörde de positiva kommentarerna. Utfors genomgår för tillfället en företagsrekonstruktion. Genom aktieförsäljningarna begränsades belastningen på substansvärdet detta verksamhetsår till 0,4 MSEK.

SwitchCore är ett halvledarbolag som designar och marknadsför växelkretsar till nätverksindustrin. Bolaget har utvecklat integrerade kretsar med högre prestanda än konkurrenterna. Produkterna är avsedda att avhjälpa

delar av flaskhalsproblematiken på Internet. Kunderna är globalt ledande aktörer inom datakommunikation, exempelvis amerikanska Intel. SwitchCore har under 2001/2002 i allt större utsträckning fått sina produkter teknologiskt accepterade hos kunderna, sk ”design wins”. Vägen från detta stadium till en utvecklingsnivå kännetecknad av stabila kassaflöden är dock såväl lång som krokig, även om företagets intäkter nu successivt ökar i takt med att kunderna börjar använda SwitchCores kretsar i sina produkter. Verksamhetsårets belastning på Svolders substansvärde om 2,1 MSEK (-0,20 SEK per Svolderaktie) var ringa jämfört med fjolårets.

FRONTEC



IT-konsulten **Frontec** har genomgående fått en framskjuten placering i Svolders senaste årsredovisningar – omskriven antingen mycket positivt eller starkt negativt beroende på aktiens påverkan på Svolders substansvärde. Frontec har historiskt haft mycket svårt att skapa vinster och att genomföra fattade, och till aktiemarknaden kommunicerade, beslut. Detta har rättmätigt lett till att många placerare saknat förtroende för Frontecs ledning och de dominerande A-aktieägarna. De senaste två åren har VD och styrelseledamöter i endast begränsad omfattning varit A-aktieägare. Kanske är det därför som förmågan att genomföra kommunicerade beslut blivit reell och att fokus tidigt satts in på att reducera negativa kassaflöden. Konsultrörelsen, nu koncentrerad till e-business, har fortfarande lönsamhets- och kassaflödesproblem. Samtidigt har det finansiella läget på ett föredömligt sätt förbättrats genom försäljningar av koncernbolag som inte rymts inom Frontecs affärsidé. Senast har konsultrörelsen BlueLabs, med hög andel försäljning till telekomföretag, sålts till Flextronics med ett betydande likviditets- och resultattillskott. Frontec värderas, enligt Svolders beräkningar, efter försäljningarna till knappt 70 procent av bolagets likvida medel (oktober 2002). Åtgärder för att förändra förhållandet mellan bundet och fritt eget kapital är angelägna för att skapa framtida finansiell flexibilitet. Aktien har under verksamhetsåret givit ytterligare ett negativt bidrag om 10,0 MSEK (-0,80 SEK per Svolderaktie).

Endast tre aktier visar ett starkt förändrat kursmönster mot tidigare år. **Finnveden** åt det positiva hållet medan **BTS Group** och **Beijer Electronics** haft en negativ trend.

PORTFÖLJFÖRÄNDRINGAR 2001/2002

Svolders aktieportfölj är ingen indexportfölj utan sätts samman utifrån de individuella företagens karakteristiska, framtidsmöjligheter och värdering samt baserat på ett övergripande ekonomiskt scenario för Sverige och dess omvärld. Detta framkommer tydligt vid en jämförelse mellan portföljen och CSX. Vid ingången av verksamhetsåret var portföljen överviktad mot sektorerna Industri, Konsumentvaror och Telekom, samtidigt som den var underviktad mot Råvaror, Hälsovård, Finans och Media. Under verksamhetsåret minskade särskilt vikten av Konsumentvaror, medan den ökade för Telekom. Det bör åter poängteras att branschklassificeringen är övergripande och schablonmässig från Affärsvärldens sida.

Aktieportföljen innehåller – som Svolder ser det – en för hög andel mycket små bolag vars aktier har låg omsättningsbarhet. Därmed är det svårt att genomföra önskade portföljförändringar. Flera av dessa förhållandevis små bolag, vanligen med börsvärden understigande 300 MSEK, har ofta en mer attraktiv värdering än motsvarande större bolag. Erfarenheten under senare år är dock att aktielikviditeten har ett värde, att tillförlitligheten i större företags framtidskommentarer många gånger varit högre samt att de större småbolagen organisatoriskt är bättre rustade för att hantera stora konjunktursvängningar. Svolder har följaktligen reducerat innehaven i ett antal av de minsta portföljbolagen till förmån för större bolag i segmentet små- och medelstora börsbolag. Svolders affärsidé avseende placeringar i små och medelstora svenska noterade bolag är dock oförändrad.

BRANSCHFÖRÄNDRINGAR I AKTIEPORTFÖLJEN

Andel av portföljen i procent			
Bransch	2002-08-31	2001-08-31	Förändring
Råvaror	6,2	2,9	3,3
Industri	31,0	29,8	1,2
Konsumentvaror	4,3	15,6	-11,3
Hälsovård	-	0,8	-0,8
Finans	8,4	10,7	-2,3
IT	10,4	11,8	-1,4
Telekom	28,9	13,2	15,7
Media	-	-	0
Tjänster	5,0	4,3	0,6
Likvida medel mm	5,9	11,0	-5,1
Totalt	100	100	

Svenska aktier utvecklas relativt sett bäst när världsekonomin är stark. Detta är naturligt i en öppen ekonomi med betydande utrikeshandel. I tider av kapitalmarknads-turbulens ökar riskpremien mer för de små ländernas aktier, valutor och räntor.

Ledande indikatorer för flertalet stora ekonomier har pekats uppåt under verksamhetsåret. Centralbankernas penningpolitik har inledningsvis varit expansiv. Sammantaget är detta mycket gynnsamma faktorer för börserna, och har utgjort huvudskälen till Svolders inriktning mot förhållandevis konjunktur känsliga företag och en låg andel likvida medel. Ambitionen har vidare varit att söka före-

tag med etablerade, företrädesvis multinationella kunder, som dessutom har finanserna under kontroll. Detta har i första hand kommit att gälla för nyinvesteringar som **Axis** och **Telelogic**, vilka beskrivs i avsnittet "Innehaven" på sidorna 36 respektive 41.

Telekomkrisen har drabbat i princip alla branschaktörer och i kraftigare utsträckning än de flesta bedömare kunnat förutsäga. I företag med industriell historik har anpassningsförmågan varit bättre än för tjänsteföretag och skett med viss framförhållning. Detta gäller portfölj-företagen **Nolato**, **Beijer Alma** och **LGP Telecom**.

NETTOKÖP TILL AKTIEPORTFÖLJEN

Aktie	Antal	MSEK	SEK/aktie ¹⁾
Telelogic ²⁾	4 531 000	39,1	8,60
Axis	1 876 000	36,6	19,50
Nolato ³⁾	804 100	34,3	42,30
Ballingslöv	407 600	26,0	63,80
LGP Telecom	322 600	24,1	65,70
Bure	566 500	17,5	30,90
Trelleborg	180 000	15,9	88,50
Micronic	181 900	14,4	110,20
Semcon	522 400	14,4	27,50
Beijer Electronics	200 000	14,0	70,10

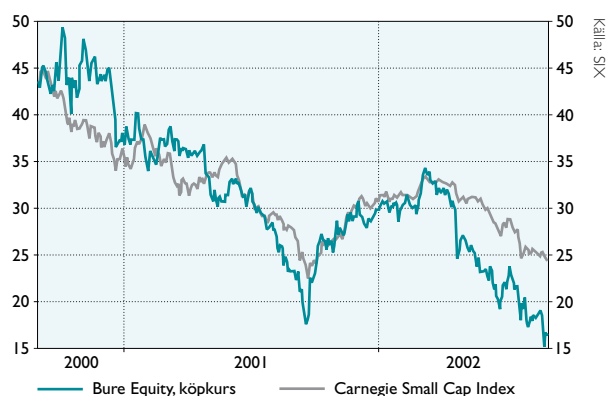
¹⁾ Vid beräkning av köpeskillingen per aktie beräknas denna utifrån den samlade köpeskillingen för samtliga under perioden förvärvade aktier av samma aktieslag.

²⁾ Inkluderar konvertering motsvarande 515 533 aktier à 3,80 SEK.

³⁾ Inkluderar nyemission om 600 000 aktier à 35 SEK.

Det är alltid lätt att vara kritisk mot investeringsbeslut som i efterhand visat sig felaktiga. När **Nolato** år 2000 förvärvade amerikanska Shieldmate för att geografiskt och antalsmässigt bredda kundbasen betraktade aktie-marknaden detta som mycket positivt. Två år senare är uppfattningarna annorlunda när produktionen för mobiltelefoner och system i USA till stor del har upphört. Beroendet av Ericsson har belastat **Nolato**. Bolagets ledning och styrelse har dock agerat snabbare och kraftfullare än kunderna. Med undantag för stora strukturkostnader har mobilverksamheten kunnat uppvisa för branschen goda resultat. Man har vidare expanderat verksamheten mot andra branscher så att hälften av försäljningen i dagsläget går till andra avnämare än telekomföretag. Kommunikationen mot aktieägare och kapitalmarknadsaktörer har – som Svolder upplevt det – varit öppen och vederhäftig. När bolaget under våren 2002 önskade stärka sin finansiella ställning, säkerställa den långsiktiga bankfinansieringen och skapa förutsättningar för att medverka i en expansion av verksamheten i takt med nya kundorder deltog Svolder i företrädes-emissionen. Svolder bedömer att **Nolato** kommer att redovisa vinst år 2002 samt att förutsättningar för ett betydande vinstlyft föreligger för 2003, utan att telekommarknaden behöver bli mycket starkare.

BURE EQUITY



Investmentbolaget **Bure Equity** är specialiserat mot investeringar i företrädesvis onoterade bolag ("private equity") som verkar inom tillväxtbranscher. Placeringarna sker genom ett tiotal centrala och delägda bolag, av Bure benämnda "navbolag". Dessa verksamheter har haft ett besvärligt verksamhetsår. Bure har därför tvingats skriva ned värdet på ett antal av sina onoterade innehav samt för börsbolagen Dimension och Scribona. Bure har däremot betydande reserver i ett antal välmående industriföretag genom sitt ägande i fonder förvaltade av riskkapitalbolaget Nordic Capital. Nuvarande börsläge har omöjliggjort framgångsrika börsintroduktioner, vilka hade skapat en önskvärd motvikt till de nedskrivningar som mycket av bolagets information i stället tvingats handla om. Bure har vidare fått Regeringsrättens bekräftelse på att bolagets verksamhet skattemässigt är att betrakta som ett investemntföretag.

Svolders mottagna utdelningar har minskat i takt med att flera småbolag minskat eller slopat utdelningen. Ett investmentbolag som Svolder bör erhålla aktieutdelningar i sådan utsträckning att bolagets förvaltning inte går med löpande underskott. Bland annat i syfte att stärka utdelningsandelen har aktier i industribolagen **Trelleborg** och **SSAB Svenskt Stål** gjorts.

NETTOFÖRSÄLJNINGAR UR AKTIEPORTFÖLJEN

Aktie	Antal	MSEK	SEK/aktie ¹⁾
Axfood	500 000	73,4	146,90
LjungbergGruppen	473 200	42,2	89,10
G & L Beijer	610 000	40,3	66,10
NIBE Industrier	202 000	37,5	185,50
JC	374 800	18,9	50,30
Wedins Skor	605 000	15,3	25,20
Finnveden	275 000	13,8	33,90
B & N Nordsjöfrakt	1 000 000	13,8	13,80
Geveko	89 700	10,1	113,00
Karolin Machine Tool	116 900	8,2	69,90

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

De kvarvarande verksamheterna i **G & L Beijer**, efter utdelningen av Beijer Electronics, utgörs av kylmaterial (Kylma) och industriförnödenheter. Bolagets resultatutveckling är den mest positiva överraskningen bland

portföljbolagen. Under sommaren 2002 övertog delar av företagsledning och styrelse huvudägarskapet i bolaget, vilket minskar risken för nyckfullt ägaragerande. Aktierna har dålig likviditet även om det kompenseras av en generös och omdömesfull utdelningspolitik. Svolder har emellertid utnyttjat den efterfrågan på aktier som uppstod i samband med ägarskiftet och sålt hela innehavet. Därmed har den önskade koncentrationen till det mer snabbväxande Beijer Electronics slutförts. G & L Beijer har de senaste åren givit ett gott bidrag till Svolders substansvärde. För verksamhetsåret var detta 2,7 MSEK, motsvarande 0,20 SEK per Svolderaktie.

Det är vidare ett önskemål att minska antalet portföljinnehav till ett 20–25 tal aktier. Härigenom nås önskad riskspridning samtidigt som portföljen får stort inslag av "stock picking". Denna koncentration till färre och något större bolag har inneburit att konsumentvaruföretagen **JC** och **Wedins Skor** samt rederiet **B & N Nordsjöfrakt** lämnat aktieportföljen.

Även specifika skäl finns för att just dessa aktier har sålts. Exempelvis har försäljningstrenden för **JC** varit svag under vår och sommar 2002. De olika koncepten utanför Jeans är mindre lönsamma. Etableringarna i Danmark och Tyskland redovisar förluster, som Svolder bedömer inte kan lösas utan avsevärda strukturkostnader. I **Wedins Skors** fall har vältänkta strategier och strukturer inte kunnat etableras i den dagliga verksamheten. Företagets expansion har dessutom skett med för dålig kontroll över den finansiella ställningen.

B & N Nordsjöfrakt har varit framgångsrikt i sitt partnerskap med norska rederiet Viking och det svenska Sjöfartsverket angående isbrytare som också kan användas för tunga uppdrag vid oljeutvinning i Nordsjön. Intäkterna från Nordsjön är dock kraftigt varierande och det delade ägandet gör det svårt att rationellt kunna överföra vinstmedel till övriga verksamheter inom B & N. Nybeställningar av fartyg samt förvärvet av kontrollposten i Gorthon Lines äventyrar den tidigare starka balansräkningen och höga utdelningsandelen.

Portföljomsättning och courtage

Aktieportföljens omsättningshastighet, dvs försäljningar i förhållande till genomsnittligt substansvärde, uppgick under verksamhetsåret till 0,52 (0,53).

Såsom mäklararvode (courtage) har till banker och fondkommissionärer utbetalats 1,3 (1,9) MSEK, vilket motsvarar en kostnad om 0,18 (0,17) procent av årets affärsvolym. I beloppet ingår även faktiskt eller beräknat arvode vid nyintroduktioner, riktade emissioner eller placeringar av större aktieposter till nettopriser. Aktiehandel har bedrivits med 15 (14) svenska och utländska mäklarfirmer. Svolders tre största mäklarkontakter hade tillsammans en andel om 51 (57) procent. All aktiehandel sker på strikt kommersiella villkor, där respektive mäklarfirmas affärsförmåga och analyskompetens tillmäts väl så stor betydelse som det synliga courtaget.

AKTIEPORTFÖLJEN 2002-08-31

Bransch/aktie	Antal aktier	Kurs (SEK)	Marknadsvärde (MSEK)	Andel av substansvärde %	Summa substansvärde %	Branschvikt i CSX %	Ack. värdeförändring %	Bruttoexponering ¹⁾ (SEK)	Andel av bolagets kapital %	Andel av bolagets röster %
Råvaror					6,2	4,5	-0,1			
ProfilGruppen	500 000	46,00	23,0	4,2				1,80	8,7	3,9
SSAB Svenskt Stål	120 000	94,50	11,3	2,1				0,90	0,1	0,2
Industri					31,0	23,5	-4,2			
Beijer Alma	862 200	57,00	49,1	8,9				3,80	9,6	4,5
Beijer Electronics	845 000	54,00	45,6	8,3				3,60	13,6	13,6
XPonCard	306 900	131,00	40,2	7,3				3,10	9,4	9,4
Semcon	900 000	23,00	20,7	3,8				1,60	5,2	5,2
Trelleborg	180 000	84,50	15,2	2,8				1,20	0,2	0,1
Konsumentvaror					4,3	14,2	2,6			
Ballingslöv	407 600	58,00	23,6	4,3				1,80	3,8	3,8
Hälsovård					-	8,8	0,1			
Finans					8,4	24,2	-2,8			
Bure Equity	1 191 500	16,00	19,1	3,5				1,50	1,1	1,1
NeoNet	895 100	11,40	10,2	1,8				0,80	2,1	2,1
Carnegie	108 000	78,00	8,4	1,5				0,70	0,2	0,2
Geveko	72 400	93,00	6,7	1,2				0,50	1,7	0,7
Affärsstrategerna	553 200	3,50	1,9	0,4				0,20	4,6	2,6
IT					10,4	10,6	-8,6			
Micronic	321 900	74,50	24,0	4,3				1,90	1,7	1,7
Frontec	2 000 000	4,65	9,3	1,7				0,70	6,4	3,6
Readsoft	1 066 500	7,65	8,2	1,5				0,60	3,5	2,3
TurnIT	1 913 627	3,16	6,0	1,1				0,50	6,6	6,2
TurnIT TR	561 000	0,01	0,0	0,0				0,00	-	-
Boss Media	900 000	4,30	3,9	0,7				0,30	1,6	1,6
Dimension	825 000	3,82	3,2	0,6				0,20	2,7	2,7
Teligent	287 000	9,90	2,8	0,5				0,20	1,5	1,5
Mind	32 000	0,00	0,0	0,0				0,00	5,0	5,0
Telekom					28,9	4,5	-9,1			
Nolato	1 671 100	34,00	56,8	10,3				4,40	6,4	3,3
Telelogic	5 531 000	6,75	37,3	6,8				2,90	2,8	2,8
Axis	1 876 000	16,10	30,2	5,5				2,40	2,7	2,7
LGP Telecom	900 000	30,10	27,1	4,9				2,10	3,0	3,0
SwitchCore	1 400 000	5,65	7,9	1,4				0,60	1,6	1,6
Media					-	4,1	0,0			
Tjänster					5,0	5,6	-1,3			
Besthand, inkl. konv. lån	6 606 976	2,19	14,4	2,6				1,10	19,9	19,9
BTS Group	451 400	29,00	13,1	2,4				1,00	7,7	5,3
Likvida medel mm			32,3	5,9	5,9	-	0,2	2,50		
Totalt			551,8	100	100	100	-23,2	43,10		
Värdetförändring efter förvaltningskostnader							-24,6			

¹⁾ Marknadsvärde per Svolderaktie.

I tabellen kan exempelvis utläsas följande information. Svolders största innehav är Nolato med ett marknadsvärde på 56,8 MSEK, motsvarande 10,3 procent av substansvärdet. Nolato är ett bolag inom Telekom som tillsammans med övriga företag inom branschen svarar för 28,9 procent av Svolders substansvärde. Motsvarande värde för bolag inom Telekom i CSX är totalt 4,5 procent. Portföljen är sålunda överviktad mot bolag inom Telekom jämfört med CSX. Av Svolders substansvärdeförändring år 2001/2002 svarade telekomaktierna för -9,1 procentenheter.

PORTFÖLJINRIKTNING 2002/2003

Svolder väljer aktier till portföljen utifrån individuell bolagsvärdering, så kallad "stock picking". Urvalet sker bland noterade svenska små och medelstora företag, vanligtvis med börsvärden mellan 0,3–10 miljarder SEK. Avgörande är företagens tillväxtmöjligheter, långsiktiga lönsamhet och kassaflöde, finansiella styrka, förmåga att distribuera överskott till samtliga aktieägare samt i vilken utsträckning detta är diskonterat av aktiemarknaden.

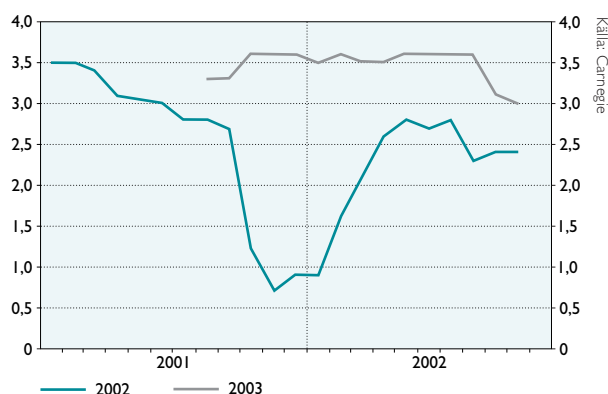
INTERNATIONELLA FÖRHÅLLANDEN

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.

Ekonomisk återhämtning?

Med start under sommaren 2002 började ledande makroekonomiska indikatorer, efter en tids uppgång, åter visa tecken på avmattning. Samtidigt rapporterades det om ytterligare företagsskandaler från USA, vilket dramatiskt sänkte aktiebörserna globalt. Den negativa börstrenden har fortsatt, och när detta skrivs i början av oktober är förtroendet för aktiemarknaden mycket lågt. Under denna period har såväl de korta som de långa räntorna sjunkit. Förväntningar och signaler från centralbanker tyder på att risken för höjda styrräntor har minskat och att det snarare är aktuellt med sänkningar.

USA: BNP PROGNOSE (GENOMSNIITT)



Allt fler ekonomer talar om att återhämtningen i världskonjunkturen skjutits på framtiden och att den blir långsam. Risken är att de stora fallen på världens aktiemarknader påverkar den reala ekonomin negativt. Oron är att den hittills starka privata konsumtionen drabbas. Företagens investeringsbeslut kan dessutom komma att skjutas upp ytterligare. Trots terrorattacker, handelsrestriktioner, svaga börser och låga industriinvesteringar förväntas västekonomierna generellt kunna uppvisa till-

växt för innevarande kalenderår (2002). Förväntningarna är fortfarande att BNP-tillväxten stiger mer 2003 än 2002.

Priser i både producent- och konsumentled har varit stabila den senaste tiden. Bland råvaror är det i första hand oljan som har stigit. Oro för krig i Mellanöstern, med störningar i utbudet av olja som konsekvens, utgör huvudskälet för uppgången. Prisutvecklingen på övriga råvaror, som metaller och pappersprodukter, har varit stabil eller fallande.

Statsfinanserna i flera av de ledande ekonomierna har markant försämrats. Statsbudgetarna visar i vissa fall oroande stora underskott, vilket minskar möjligheterna att föra expansiv finanspolitik. Framför allt utvecklingen i USA, med deras stora bytesbalansunderskott, kan skapa turbulens på valutamarknaderna. Ett eventuellt krig i Mellanöstern skapar ytterligare osäkerhet, som kan påverka företagens investeringsplaner negativt, samtidigt som den enskilde individen blir försiktigare med sin konsumtion.

Den kraftiga investeringsökningen under hela 1990-talet i framför allt USA har medfört att kapacitetsutnyttjandet inom främst teknologisektorerna fortfarande är väldigt lågt. Viktiga förutsättningar för att investeringarna åter skall stiga är bland annat att företagen tror på en bättre konjunktur, och att resultaten och kassaflödena förbättras. En sådan utveckling borde börja skönjas under 2003. Investeringarna under 2002 har varit en besvikelse.

Telekom fortsatt osäkert

Den globala telekomindustrin utgör ett stort problem. Företagen inom telekomsektorn går igenom, med Nokia som enda möjliga undantag, stora strukturella förändringar. Resultaten har överlag varit mycket svaga och antalet anställda har minskat dramatiskt. I dagsläget finns det få tecken på en snar vändning.

Positivt är att flera operatörers kassaflöden i verksamheterna har förbättrats under en tid och att de därmed har kunnat minska skulderna. Dessa företag skulle återigen kunna öka investeringarna i sina telenät och därmed skapa kundnytta genom bättre kvalitet och/eller fler tjänster. För vissa aktörer är de finansiella problemen fortfarande väldigt stora. Lösningarna kan i dessa fall bli att skulderna konverteras till aktier, med stor utspädning som följd för befintliga aktieägare.

Kraftig omvärdering av aktier

Det är väldigt ovanligt att börserna inte reagerar positivt på inledande tecken på en konjunkturuppgång. Värderingen var under inledningen av 2002 troligen fortsatt för hög efter den extrema börsuppgången runt millennieskiftet. Riskpremien för aktier hade blivit för låg och för mycket kapital hade allokerats till aktier och aktiefonder. Kapitalet håller åter på att allokeras om igen. Denna gång sker det från aktier till räntebärande placeringar. Hur länge en sådan period varar är omöjligt att förutsäga. Besluten som tas riskerar att bli styrda av placeringsregler eller känslor ju längre nedgången varar. Den fundamen-

tala värderingen får ofta stå tillbaka, liksom den gör i slutet av en uppgångsfas. Det som har hänt är att riskpremien för att äga aktier har höjts väsentligt.

SVENSK EKONOMI

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

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

Det specifika problemet för Sverige, och även Finland, är det stora telekomberoendet. Under de goda åren blev såväl konjunktur- som börsuppgången stark, något man nu ser baksidan av. Det är således av stor betydelse att förutsättningarna i telekombranschen normaliseras för att utvecklingen ska bli positiv igen.

De stora varsel om uppsägningar som presenterats, kopplat till planerade skatteköningar i flera kommuner och landsting, riskerar att minska hushållens disponibla inkomster. Försvagade statsfinanser kan likaså komma att verka åtstramande. Den starka privata konsumtionen kan därmed komma att försvagas. För att upprätthålla en bra BNP-tillväxt blir beroendet av exporten allt större. Vid nuvarande valutakurser är svensk industri alltjämt väldigt konkurrenskraftig. En stor osäkerhet är dock hur den kommande svenska EMU processen utvecklas och till vilken valutakurs en eventuell anslutning kommer att ske. Effekterna för exportindustrin kan komma att bli stora.

LIKVIDITET

Aktieandelarna minskar i många portföljer. Detta gäller för såväl stora vanligtvis väldigt långsiktiga placerare som försäkringsbolag och pensionsfonder, som privatpersoner. Denna omallokering från aktier till förmån för ränteplaceringar sker utifrån aktörernas egna värderings- och riskmotiv. Aktier anses inte längre som en lika attraktiv

sparform, en uppfattning som inte minst media bidrar med att förstärka. Huruvida denna omallokering, efter en över trettio månader lång nedgångsperiod för aktier i förhållande till obligationer, kommer att visa sig framgångsrik ställer Svolder sig starkt frågande till.

Försäkringsbolagens finansiella situation och agerande har negativt påverkat den svenska börsen. De senaste åren har allt större del av deras aktieportföljer placerats i utländska innehav. Sedan en tid har de dessutom aggressivt minskat sina aktieandelar. Allt fler tecken tyder på att största delen av omplaceringarna nu är gjorda och att det framtida säljtrycket avtar. När denna normala köpkategori har problem ökar utrymmet för hedgefonder och tradingavdelningar hos bland annat banker att förstärka negativa trender. Kurssvängningarna tenderar dessutom att öka, då dessa placerare ofta tjänar pengar på snabba kursfluktuationer.

Viktigt för att flödena skall återvända till börserna är att förtroendet återställs och att kurssvängningarna minskar. När detta sker är svåröversägligt, men när det händer kan kursuppgången komma att bli kraftig.

Antalet introduktioner är lågt. Nyemissionsbehovet är något större. Börsen behöver troligen både stiga och stabiliseras för att dessa aktiviteter skall komma igång. Förvånande nog är antalet företagsuppköp litet. Det skulle vara en mycket positiv signal om de företag som har starka balansräkningar aktiverar dessa via offentliga uppköp av börsnoterade bolag. Ett sådant scenario torde kunna börja under 2003.

VÄRDERING

Sedan våren 1993 har Svolder löpande värderat aktier i småbolag relativt aktier i stora bolag och funnit att småbolagsaktier haft en lägre värdering. En stor del av småbolagen är emellertid mycket små bolag med låg omsättningsbarhet på börsen och som i flera fall kännetecknas av osäkerhet kring finansiell ställning, utdelningsförmåga samt framtida möjligheter. En analys som tar hänsyn till samtliga småbolag riskerar att över-

FINANSIELLA NYCKELTAL OKTOBER 2002¹⁾

	Stora bolag	Medelstora bolag	Småbolag	Svolders segment
P/E 2001	8,2	16,3	40	18,2
P/E 2002p	13,5	13,0	13,0	12,0
P/E 2003p	11,5	10,5	9,8	10,0
P/S 2001	1,2	0,8	0,5	0,6
Räntabilitet JEK 2002p %	12	12	7	13
Soliditet %	45	42	48	44
P/JEK %	136	162	111	113
Direktavkastning 2002p %	3,1	2,9	0,0	2,9
Utdelningsandel 2002p %	43	37	33	41
Aktieomsättning 20 dagar %	7,8	3,6	1,3	1,6
Andel utdelande bolag %	94	83	50	74
Andel av börsvärdet %	81	11	8	18

Definitioner av nyckeltal redovisas på sidan 34.

¹⁾ Nyckeltalen är medianvärden. Analysen baseras på 190 småbolag (börsvärden om 100–4000 MSEK), 30 medelstora bolag (4000–10 000 MSEK) samt 32 stora bolag (större än 10 000 MSEK). Svolders segment utgörs av 104 bolag med marknadsvärden mellan 300 och 10 000 MSEK. Källa: Affärsvärlden och Svolder

skatta de riktigt små bolagen då de till antalet dominerar. Detta visar sig också i att några nyckeltal för gruppen småbolag inte framstår som helt koncistenta. I syfte att skapa mer homogena grupper av aktier och minska felkällorna läggs därför de aktier som i huvudsak ingår i Svolders placeringsuniversum – börsvärden mellan 300 och 10 000 MSEK – samman till gruppen ”Svolders segment”.

Skillnaderna i värdering mellan stora och små bolags aktier har minskat under verksamhetsåret 2001/2002 till följd av den bättre kursutvecklingen för de mindre bolagen. Detta kan exemplifieras av att vinstprognosen 2002 för ”normalbolaget” värderas omkring 13 gånger av aktiemarknaden, oavsett storlek på bolaget. Förlängs prognoshorisonten till 2003 ökar skillnaderna något, men PE-talen ryms för samtliga grupper inom intervallet 10–12 gånger.

Inte heller den finansiella ställningen (soliditeten) skiljer sig märkbart mellan bolagen. Direktavkastningen är högre för de större bolagen liksom utdelningsandelen. Detta förklaras delvis av den stora andelen småbolag som inte delar ut pengar till sina aktieägare. Exkluderas denna grupp elimineras också avvikelserna i direktavkastning.

Det är framför allt för två nyckeltal som stora skillnader i värdering förekommer. Varje omsättningskrona i de stora bolagen värderas till 1,20 SEK, medan 0,80 SEK för medelstora bolag och endast 0,50 SEK för de små. Vidare finns en starkt positiv korrelation mellan bolagsstorlek och aktieomsättning.

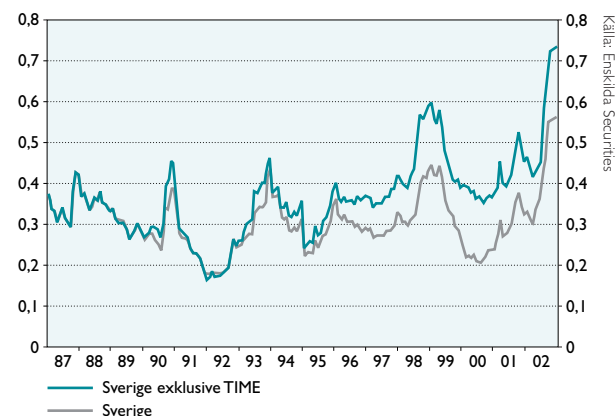
En generell uppfattning utifrån de presenterade nyckeltalen är att den svenska börsen är attraktivt värderad. Skillnaderna mellan grupperna är som nämnts förhållandevis små. Detta tolkar Svolder som att de stora bolagens aktier i det närmaste tidsperspektivet har större förutsättningar att utvecklas bra när aktiemarknaderna börjar återfå en del av placerarnas intresse från obligationsmarknaden. Samtidigt finns det till antalet fler bolag inom småbolagssegmentet som har attraktiv värdering och sparsam bevakning från analytiker och placerare.

Låg värdering av Stockholmsbörsen

I takt med att den väntade konjunkturuppgången skjutits på framtiden har såväl aktiekurser som räntenivåer sjunkit. Resultatprognoserna har inte justerats ned i samma omfattning som börskurserna. Innebörden av detta är att värderingen av aktier jämfört med räntebärande placeringar nu är attraktiv i ett historiskt perspektiv. Oavsett om vinstavkastningen (aktievinst/börskurser) eller den prognostiserade direktavkastningen ställs mot avkastningen på räntebärande placeringar så talar den aktuella värderingsnivån till aktiens fördel. Därmed inte sagt att börsen står inför en omedelbar vändning, då flödena för tillfället går till räntepaceringar. Det kan behövas en tid med låg aktievärdering för att normalisera den överexponering mot aktier som byggdes upp under börsboomen. Osäkerheten är dessutom stor om huruvida de presenterade resultatprognoserna är adekvata eller kan komma att behöva justeras ned. En viktig förutsättning för att aktiemarknaden varaktigt skall börja stiga igen är att en gene-

relt positiv resultatrend etableras. De kraftiga kurssvängningarna bör också minska för att återställa förtroendet.

SVERIGE: DIREKTAVKASTNING/OBLIGATIONS RÄNTA



PORTFÖLJINRIKTNING

Branschuppdelningen för CSX skiljer sig från den samlade svenska börsen. Skillnaden har minskat jämfört med föregående år. Branschindelningen är övergripande och ibland schablonmässig. Det är i en del fall svårt att kategorisera bolagen till en enskild bransch.

En ytterligare nedbrytning av CSX framgår tydligt av vidstående diagram, där såväl vikter som antalet möjliga portföljbolag anges per den 31 augusti 2002. Särskilt branschen Industri är heterogen, vilket framgår av de åtta delbranscherna. Tas även hänsyn till de medelstora svenska aktierna, dvs de med marknadsvärden mellan ca fyra och tio miljarder SEK, omfattas ytterligare 30 möjliga placeringsalternativ. Börsvärdet på dessa aktier är närmare 190 miljarder SEK och skulle vid ett konstruerat ”mid and small cap index” väga något tyngre än de svenska småbolagen. De två branscherna Industri och Finans dominerar även i detta segment, följt av Råvaror och Hälsovård.

Företags- och branschpreferenser

I tidigare avsnitt av årsredovisningen har det refererats till olika branscher i CSX. Då bolagen inom branscherna i vissa fall är mycket heterogena beskriver den kommande genomgången mer inriktningen och vilken typ av företag som söks eller undviks, snarare än vilken bransch som eftersträvas eller underviktas.

Generellt sett prioriteras företag med synliga vinster, positiva kassaflöden och starka balansräkningar. Bedömningen är att bolag med finansieringsbehov kan få problem, då riskkapitalet fortfarande är starkt begränsat. Fortsatt koncentration av aktieportföljen till färre antal innehav medför att investeringarna i företag med relativt sett större börsvärde bland de små och medelstora bolagen sannolikt kommer att öka. Det är svårt att själv bestämma takten i en sådan omviktning då likviditeten i enskilda aktier kan vara dålig.

Efter ett par år med positiv utveckling för de svenska hushållens disponibla inkomster har risken och sannolikheten ökat för en svagare period. Arbetslösheten riskerar

att öka som en följd av lagda varsel, samtidigt som skattehöjningar har aviserats. Dessutom har värdena på hushållens aktier fallit dramatiskt. Bostadsrätts- och fastighetspriser tenderar också att sjunka. I en sådan miljö sjunker vanligen konsumenternas förtroende, vilket påverkar den privata konsumtionen negativt. Branscher och bolag som påverkas av detta är vissa industriföretag, men främst branscherna Konsumentvaror och Finans. Dessa kategorier har utvecklats relativt sett bra på börsen, vilket gör att det finns risk för framtida resultatbesvikelser. Även Media och Tjänster drabbas av sämre inhemsk efterfrågan. Båda sektorerna är små i CSX och antalet bolag begränsat. Vissa företag upplevdes och värderades tidigare som tillväxtbolag. I takt med att de inte har lyckats uppfylla omsättnings- och resultatförväntningarna har aktiekurserna fallit dramatiskt. Förväntningarna och värderingarna har därmed sänkts.

Bolagen inom branschen Hälsovård är vanligen verksamma inom medicinsk teknik eller bioteknologi. De senare är ofta forskningsbolag utan större intäkter och fyllda med förväntningar om framtida produktframgångar. För att denna typ av förhoppningsbolag ska gå bra på börsen krävs det som regel starka underliggande börstrender och mycket riskkapital. Dessa bolag har som grupp haft det mycket svårt på börsen en tid. Förutom svårigheterna att bedöma produkternas framtida potential är beroendet ofta stort av samarbetsavtal med stora läkemedelsbolag. Hur avtalen ser ut är oftast sekretessbelagt, vilket försvårar bolagens information och ökar risken för insiderhandel. En extern placerare hamnar inte sällan i ett informationsunderläge. Utifrån detta perspektiv bör riskpremien vara hög för denna typ av företag. Bland hälsovårdsföretagen finns det dock bolag som värderas klart under sina nettokassor. En sådan situation kan inte bestå under någon längre tid, givet att produktportföljen har en framtid. Om inte värderingen stiger eller företagsledningarna och styrelserna vidtar värde-

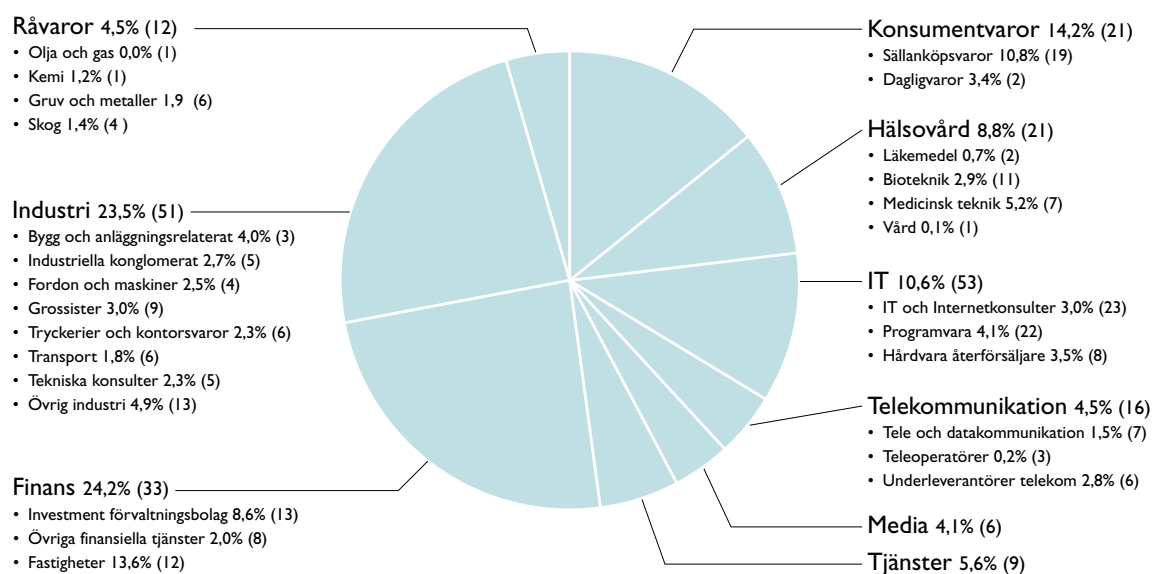
höjande åtgärder ökar sannolikheten för uppköp eller utskiftning av tillgångar.

De tidigare så glorifierade branscherna IT och Telekom har haft stora problem sedan mars 2000. Bolagen har överlag inte varit i närheten av att infria sina prognoser. Trots att många aktier redan för ett år sedan hade fallit oerhört mycket har kursfallen fortsatt. Resultat- och kassaflödestrenderna har dock skiftat från att ha varit entydigt negativa till att visa en mer blandad bild. De företag som inte hoppades på en snar efterfrågeförbättring, utan tog itu med sina kostnader, har i många fall nu en intressant positiv trend. Att aktierna faller även i dessa företag skapar snarast köptillfällen. I många företag börjar det dock bli svårt att banta organisationerna ytterligare utan att verksamheten långsiktigt skadas. För att resultaten ska bli riktigt bra krävs stigande intäkter. Eftersom dessa båda branscher befinner sig i såväl en finansiell omstruktureringsperiod som i en lågkonjunktur är det vanskligt att säga när de riktigt goda resultaten kommer. Värderingarna börjar i flera fall bli så attraktiva att intresset för branscherna troligen kommer att öka även utan en stor efterfrågeförbättring.

Två branscher som är vana vid att anpassa sina kostnader efter variationer i efterfrågan är Råvaror och Industri. Så har också skett denna gång. Många företag inom t ex traditionell verkstadsindustri, skog och stål har hållit uppe sina vinster på ett föredömligt sett, till del beroende på gynnsamma valutaförhållanden. De normalt sett mest konjunkturkänsliga bolagen hade en väldigt positiv kursutveckling under inledningen av 2002. Värderingen steg eftersom bolagen ansågs som stabila och säkra. Vidare har de historiskt lämnat utdelning till sina aktieägare, något som de förväntades fortsätta med även i framtiden. I takt med ökad osäkerhet om konjunkturutvecklingen har emellertid dessa aktier åter sjunkit. Det finns utifrån Svolders förväntade normalårsvinster mycket lågt värderade företag inom främst den heterogena

BRANSCHERS OCH DELBRANSCHERS VIKTER I CSX PER 2002-08-31

Bransch vikt% (antal bolag)



branschen Industri. Detta gäller även företag med verksamheter delvis relaterade till Telekom. Svolder har flera sådana industribolag i sin portfölj och bedömer att dessa kommer att kunna se fram emot väsentligt förbättrade resultat under 2003.

Dags för sektorrotation

När tillväxten förbättras ökar investeringar och framtidsoptimism. Något som tillväxtbolagen inom TIME-sektorerna särskilt behöver. De stabila aktierna ("value") har i kurshänseende överträffat tillväxtaktierna sedan drygt två år. Denna sektorrotation är tecken på en flykt till bolag med säkrare vinstmöjligheter och bättre finansiell ställning. Placerarna har sänkt riskpremien för de stabila bolagen i takt med att de infriat sina prognoser. Riskpremien har däremot höjts kraftigt för tillväxtbolagen, då de inte levt upp till förväntningarna. När vissa tillväxtbolag nu börjar redovisa såväl positiva resultatrender som kassaflöden kan en normalisering av riskpremien mellan dessa två aktiekategorier snabbt skifta fokus igen till förmån för tillväxtaktier. En sådan sektorrotation kan förstärkas av de placerare som tvingas täcka korta positioner. Svolder är fortsatt positivt inställd till de tillväxtbolag som har goda marknadspositioner, hög teknikhöjd, god finansiell ställning, skicklig ledning och bra ägarstruktur.

USA: RELATIV KURSUTVECKLING TILLVÄXT/VÄRDE



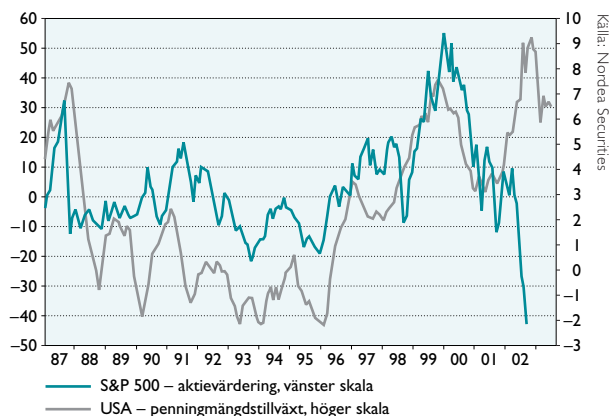
Anm: De skuggade partierna avser tidsperioder då FEDs penningpolitik kan beskrivas som åtstramande.

SLUTSATS

Värderingen av aktier i förhållande till räntebärande placeringar är historiskt sett låg. Anledningarna är bland annat ökad osäkerhet om konjunkturen, framtida företagsresultat, stora omplaceringar från aktier till räntebärande värdepapper samt misstro mot börsbolagens redovisningar och företrädare för aktiemarknaderna.

Riskpremien har höjts kraftigt för aktier. Samtidigt har såväl de långa som korta räntorna sjunkit. De långa är nu på rekordlåga nivåer och torde diskontera recession eller mycket svag framtida tillväxt. Svolder anser att utvecklingen inte blir så negativ, varför risken för höjda obligationsräntor istället har ökat.

USA: AKTIEVÄRDERING OCH PENNINGMÄNGDSTILLVÄXT



BNP-prognoser tyder, trots nedrevideringar, på att tillväxten i flera centrala ekonomier blir bättre 2003 än 2002. Även om resultatprognoserna likaså i många fall har justerats ned, är vinstförväntningarna för 2003 högre än för 2002. Denna uppfattning delas av Svolder.

Efter de senaste årens kapacitets- och personalanpassningar har många företag sänkt sina kostnader dramatiskt. Återhämtningen för marginaler och resultat kan därmed bli snabb och kraftig när efterfrågan åter ökar. Tecken på stigande intäkter vore en mycket positiv signal till aktiemarknaden. Att hela tiden få rapporter om omstruktureringar och kostnadsanpassningar från företagen skapar en negativ bild, vilken lätt förstärks av mediabevakningen.

Utifrån Svolder förväntningar om fortsatta tecken på stabil konjunktur och risk för höjda obligationsräntor förefaller investeringar i defensiva branscher som läkemedel, konsumentvaror och fastigheter mindre intressanta. Dessa sektorer har dessutom haft en bra relativ avkastning under ett par års tid.

Bättre resultat och sänkt riskpremie anses utgöra goda förutsättningar för företag inom tillväxtsektorerna. Utifrån det perspektivet bedömer Svolder att sektorrotationen kan vända till förmån för det som tidigare betraktades som tillväxtbolag från värdeaktier.

FEMÅRSÖVERSIKT

	2001/2002	2000/2001	1999/2000	1998/1999	1997/1998
Substansvärdeförändring, MSEK	-239,7	-553,5	396,7	25,6	21,6
Utbetald utdelning, MSEK	44,8	70,4	54,4	54,4	54,4
Summa substansvärdeförändring, MSEK	-194,9	-483,1	451,1	80,0	76,0
Värdeutveckling (B-aktien), MSEK	-352,0	-172,8	281,6	-121,6	44,8
Utbetald utdelning, MSEK	44,8	70,4	54,4	54,4	54,4
Totalavkastning, MSEK	-307,2	-102,4	336,0	-67,2	99,2
Resultat efter skatt, MSEK	-194,9	-483,1	451,1	80,0	76,0
Utdelning, MSEK	28,8 ¹⁾	44,8	70,4	54,4	54,4
Utdelningsandel, %	5,2	5,7	5,2	5,7	5,9
Aktieportföljens direktavkastning, %	1,4	1,8	3,0	3,1	2,3
Vidareutdelningsandel, %	255	186	251	189	265
Portföljens omsättningshastighet, %	52	53	89	62	77
Förvaltningskostnader, MSEK	11,4	12,0	9,6	12,8	18,6
Förvaltningskostnader, %	1,7	1,1	0,8	1,4	2,0
Substansvärde, MSEK	551,8	791,6	1 345,1	948,4	922,8
Börsvärde (B-aktien), MSEK	563,2	915,2	1 088,0	806,4	928,0
Likviditet, %	5,9	11,0	7,2	2,7	2,4
Soliditet, %	100	100	100	99	100

NYCKELTAL PER AKTIE

Substansvärdeförändring, SEK	-18,70	-43,20	31,00	2,00	1,70
Utbetald utdelning, SEK	3,50	5,50	4,25	4,25	4,25
Summa substansvärdeförändring, SEK	-15,20	-37,70	35,20	6,30	5,90
Kursutveckling, SEK	-27,50	-13,50	22,00	9,50	3,50
Utbetald utdelning, SEK	3,50	5,50	4,25	4,25	4,25
Totalavkastning, SEK	-24,00	-8,00	26,30	-5,30	7,80
Resultat efter skatt, SEK	-15,20	-37,70	35,20	6,30	5,90
Substansvärdeförändring, %	-30,3	-41,2	41,8	2,8	2,4
Utbetald utdelning, %	5,7	5,3	5,8	5,9	6,0
Summa substansvärdeförändring, %	-24,6	-35,9	47,6	8,7	8,4
Kursutveckling, %	-38,6	-15,9	34,9	-13,1	5,1
Utbetald utdelning, %	5,0	6,5	6,8	5,9	6,1
Totalavkastning, %	-33,6	-9,4	41,7	-7,2	11,2
Carnegie Small Cap Index ²⁾ , %	-11,6	-36,5	61,6	6,0	-4,6
Affärsvärldens generalindex ²⁾ , %	-28,8	-37,3	52,6	22,7	5,2
Substansvärde, SEK	43,10	61,80	105,10	74,10	72,10
Börskurs (B-aktien), SEK	44,00	71,50	85,00	63,00	72,50
Substansvärderabatt (-)/premium (+), %	2,1	15,6	-19,0	-15,0	1,0
Utdelning, SEK	2,25 ¹⁾	3,50	5,50	4,25	4,25
Direktavkastning, %	5,1	4,9	6,5	6,7	5,9
Antal A- och B-aktier totalt, miljoner	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8

Definitioner av nyckeltal redovisas på sidan 34.

Värden är i förekommande fall justerade för ny redovisningsprincip samt för fondemission 1:1, 2001-01-18.

Belopp per aktie är avrundade till hela tiotal ören.

¹⁾ Styrelsens förslag.

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

RISKANALYS

Risikanalyser 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. Grunden till portföljteori 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 2001/2002.

Sammanfattning

Svolders portfölj och Carnegie Small Cap Index (CSX) uppvisar båda en negativ avkastning i absoluta tal. Svolderaktien har haft en sämre avkastning än substansvärdet. Förklaringen är att den så kallade substansvärdepremien, skillnaden mellan aktiens pris och dess substansvärde, har minskat under året. I Svolders fall har substansvärdepremien gått från 15,6 procent i augusti 2001 till 2,0 procent i augusti 2002.

Det har under året skett stora omviktningar i CSX, framför allt avseende industribolagen i indexet. Detta bör ha skapat avsevärda svårigheter för Svolder att uppnå hög samvariation mellan aktieportföljen/substansvärdet och CSX. Svolder har dock åstadkommit detta.

Genom konstruktion av en 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 högre risk (volatilitet) än jämförelseindexet CSX. Svolder har dock, trots den ökade risken, inte åstadkommit någon överavkastning utan ligger utdelningsjusterat under avkastningen i CSX. Den effektiva fronten detta verksamhetsår har varit extremt flack, vilket bör tolkas som att ett högre risktagande endast kan ge ett litet ökat bidrag till avkastningen. Detta ger en förklaring till varför Svolder, trots högre risk, inte lyckats åstadkomma en överavkastning jämfört med CSX. Endast ett fåtal bolag i CSX har under verksamhetsåret haft en positiv avkastning. Då några av dessa bolag inte ingått i Svolders portfölj har det varit svårt att kompensera detta med andra bolag inom samma bransch, då samvariationen mellan bolagen har varit låg under denna period.

Verksamhetsåret 2001/2002

Svolders portfölj har under verksamhetsåret haft en negativ avkastning på -30,3 procent utöver utdelningen på 5,7 procent. Detta bör jämföras med CSX, Svolders jämförelseindex, som under samma period avkastade -11,6 procent och hade en uppskattad snittutdelning på ca 2,0 procent. Svolders portfölj har utdelningsjusterat sålunda gått väsentligt sämre än CSX.

AVKASTNING

	Avkastning	Utdelning
Substansvärdet	-30,3%	5,7%
Svolderaktien	-38,6%	5,0%
CSX	-11,6%	2,0%

Svolderaktien har under samma period avkastat -38,6 procent och haft en utdelning på 5,0 procent. Aktien har under perioden utvecklats sämre än substansvärdet på den

underliggande portföljen. Förklaringen till skillnaden är den höga värdering aktien hade på föregående balansdag.

Korrelation

Samvariationen (korrelationen) mellan Svolderaktien och substansvärdet har ökat från 0,49 föregående år till nuvarande 0,61. Korrelationen mellan substansvärdet och CSX har även den ökat till 0,90 (0,82). Under de senaste fem åren har korrelationen mellan substansvärdet och CSX varierat mellan 0,73 och 0,93, dvs Svolders portfölj har en hög och stabil samvariation med CSX.

KORRELATION

	Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
Substansvärdet	1,00		
Svolderaktien	0,61	1,00	
CSX	0,90	0,64	1,00

VOLATILITET

	Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
	27,1%	45,6%	23,7%

Volatiliteten har detta verksamhetsår ökat för substansvärdet och CSX samt ökat betydligt för Svolderaktien. Volatiliteten för substansvärdet har de senaste åren legat strax över 20 procent. Ökningen följer den generellt sett ökade volatiliteten på aktiemarknaderna världen över. Volatiliteten för Svolderaktien har likaså varit högre under verksamhetsåret jämfört med tidigare år. CSX har liksom de senaste åren en volatilitet på drygt 20 procent.

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. Sharpekvoter med negativt värde är svårare att jämföra eftersom större negativt värde dels kan bero på lägre avkastning, dels på lägre risk. En hög risk kan alltså dölja en dålig avkastning. I år är samtliga sharpekvoter negativa varför ingen jämförelse görs.

	Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
Sharpekvot	-1,04	-0,81	-0,55

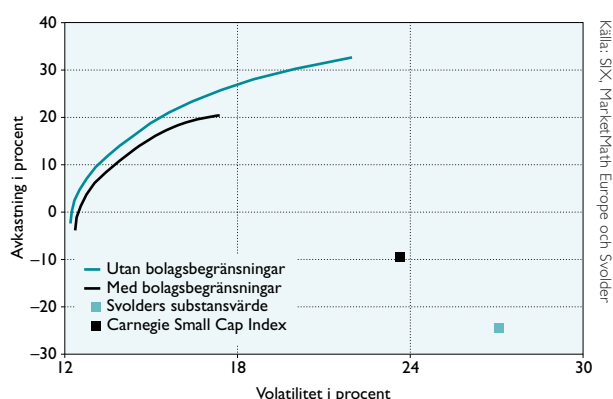
Analys av effektiva fronten

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 att bli en andragskurva. 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 aktieportföljen 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 några 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 substansvärdet får placeras i ett enskilt bolag. Lägre avkastning, men också lägre risk, kan fås genom jämnare spridning i flera bolag. Begränsningar sätts på de alltför små bolagen.



Som ett andra steg i analysen införs därför den ovan nämnda restriktionen att de enskilda bolagen maximalt får stå för 15 procent av Svolders portfölj. Dessutom sätts begränsningen att Svolders innehav i ett enskilt bolag maximalt får uppgå till 15 procent av bolagets börsvärde, även detta i enlighet med de placeringsregler Svolder följer. 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.

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

Den slutsats man kan dra av figuren ovan är att både Svolders portfölj och CSX har haft en kraftigt negativ absolut avkastning. Svolder har dock trots ökad risk inte lyckats åstadkomma någon överavkastning jämfört med CSX utan ligger utdelningsjusterat under avkastningen i detta index.

Den effektiva fronten med restriktioner böjer av när risken ökar. Ökad risk under bivillkoren om maximalt 15 procent exponering i enskilda bolag ger således ingen ökad avkastning. Tolkningen är att endast ett fåtal bolag haft positiv avkastning och därmed är urvalet litet för att skapa en portfölj som avkastar väl. Spridningen mellan bolagen är stor och resultatet är mycket känsligt för valet av enskilda aktier även inom de olika branscherna. Detta ger en förklaring till varför Svolder, trots en högre risk, inte lyckats åstadkomma överavkastning jämfört med CSX.

SVOLDERS KOMMENTAR

Verksamhetsåret 2001/2002 var ett svagt år i såväl absoluta som relativa termer. Betraktas förvaltningsresultatet enligt modern portföljteori, dvs om man särskilt beaktar utvecklingen relativt jämförelseindex ("benchmark") och den risk som tagits ("volatilitet"), har utfallet likaså varit svagt. Detta är ett avvikande mönster från de riskanalyser som har presenterats under de föregående fem verksamhetsåren. Tidigare har meravkastning till lägre risk skapats vid tre tillfällen, en gång har avkastningen varit lägre med lägre risk samt ifjol skapades en riskjusterad avkastning i nivå med jämförelseindex CSX.

Svolders aktieportfölj är inte någon indexportfölj, utan aktieurvalen baseras på de enskilda aktiernas/bolagens särskilda egenskaper ("stock picking"). Under det senaste året har särskilt övervikten av industri- och telekomrelaterade aktier samt undervikten av hälsovårdsaktier höjt portföljrisken. Detta har varit en medveten strategi,

om än inte framgångsrik under verksamhetsåret. Portföljstrategin uppställer inga maximi- eller minimikrav för aktieportföljens risk, mätt utifrån portföljteoretiska riskmått.

Substansvärdet har hög eller mycket hög samvariation (korrelation) med CSX. Detta bekräftar att CSX är ett relevant jämförelseindex. Utifrån en portföljriktning som i större utsträckning också omfattar medelstora börsbolag kommer samvariationen framöver sannolikt att minska.

Korrelationen mellan aktiekurs och substansvärde har det senaste verksamhetsåret visserligen ökat från 0,49 till 0,61, men sambandet är fortfarande förhållandevis lågt. Detta kan tyckas förvånande då mycket av Svolders externa redovisningsinformation kretsar kring substansvärdets utveckling, dvs det mått som företaget bedömer bäst beskriver den underliggande värdeförändringen.

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 PRV på bolagets okända borgenärer. En kallelseperiod på sex månader gäller.

När bolaget har gått i likvidation och en likvidator har förordnats, skall styrelsen och den verkställande direktören genast redovisa sin förvaltning av bolagets angelägenheter under den tid för vilken redovisningshandlingar inte förut lagts fram på bolagsstämma. Denna redovisning skall revideras samt framläggas för aktieägarna på en bolagsstämma. Under kallelseperioden realiserar vanligen bolagets tillgångar samt betalas dess skulder. Efter

kallelseperiodens utgång och när alla kända skulder har betalats 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 framläggs på bolagsstämma. Bolagsstämman skall fatta beslut om ansvarsfrihet för likvidatorn. När likvidatorn lagt fram slutredovisning är bolaget upplöst.

Den totala tidsåtgången beräknas uppgå 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.

Att beräkna storleken på en eventuell skifteslikvid är behäftat med stor osäkerhet. Svolders veckovis publicerade substansvärde kan utgöra utgångspunkt. Substansvärdet beräknas utifrån marknadsvärden av underliggande värdepappersinnehav. Resultatet av en försäljning av samtliga dessa värdepapper blir främst avhängigt marknadsläge och utveckling, graden av underliggande aktiers omsättningsbarhet samt tiden under vilken försäljning skall ske. Om ett antal negativa faktorer samverkar under likvidationen kan storleken på skifteslikviden, vilken också skall belastas med avvecklingskostnader, bli väsentligt mindre än det substansvärde som utgjort utgångspunkt.

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. Företagets aktier skall desutom ägas 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 lämnad utdelning. Intäkts- och utgiftsräntor är skattepliktiga respektive avdragsgilla. Avdrag medges även för förvaltningsutgifter. Kapitalvinster på aktier och andra delägarätter (konvertibler, 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 en och en halv procent av marknadsvärdet av aktieportföljen (inklusive värdet av eventuella dotterbolag) vid ingången av beskattningsåret. Genom att ett investmentföretag medges avdrag för lämnad utdelning kommer företaget inte att behöva erlägga 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 företagens 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 innehafts vid ingången av det beskattningsår då förändringen skedde eller vid något av de fem föregående beskattningsåren. Någon avskattningsintäkt beräknas dock inte till den del företagens aktier avyttrats under det år förändringen inträffade. Om Svolders skattemässiga karaktär som investmentföretag skulle upphöra utan att bolagets aktier omsätts samma år 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 schablonintäkten om 1,5

procent för den tid av räkenskapsåret bolaget ”finns kvar”, liksom för under året uppburna utdelningar och ränteintäkter. Avdrag medges för förvaltnings- 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

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. För närvarande torde knappast den vara förmånlig för Svolders aktieägare.

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 (utom andelar i svenska räntefonder) 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 medges endast mot kapitalvinster på aktier och andra delägarätter. Om en kapitalförlust inte kan dras av hos det företag som gjort förlusten kan den samma år dras av mot en annan juridisk persons kapitalvinster på delägarätter om det finns koncernbidragsförutsättningar mellan företagen. Kapitalförlust som inte har kunnat utnyttjas under förluståret behandlas som en ny förlust följande år, osv.

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.

DEFINITIONER

Nyckeltal sidorna 5 och 29

Affärsvärldens generalindex (AFGX) – Ett värdeviktat index som innehåller samtliga bolag på Stockholmsbörsens A- och O-listor.

Aktiens kursutveckling – Senaste betalkurs för B-aktien på balansdagen i förhållande till börskursen närmast föregående balansdag.

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

Börskurs – Senaste betalkurs för B-aktien den 31 augusti respektive år.

Börsvärde – Börskurs respektive år multiplicerat med bolagets totala antal aktier. Värdena är i förekommande fall justerade för fondemission 1:1, 2001-01-18. 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 fyra miljarder kronor (september 2002).

Direktavkastning – Föreslagen/beslutad utdelning i förhållande till börskurs.

Förvaltningskostnader – Kostnader enligt resultaträkning samt i relation till genomsnittligt substansvärde, $(UB+IB)/2$.

Ingående (IB)/utgående (UB) – IB avser verksamhetsårets start den 1 september och UB dess slut den 31 augusti respektive år.

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

Likviditet – Likvida medel med tillägg av nettot av aktiehandelns oregrerade 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 oregrerade likvider. Anger bolagets finansiella ställning.

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

Substansvärdeförändring – Skillnaden mellan utgående och ingående substansvärde.

Totalavkastning – Värdeförändring med tillägg för utbetald utdelning.

Utdelning – Styrelsens förslag till bolagsstämman 2002 för verksamhetsåret 2001/2002, samt beslutad utdelning för övriga år.

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

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

Resultat efter skatt – Årets resultat.

Värdeutveckling – Börsvärdet på balansdagen i förhållande till börsvärdet närmast föregående balansdag.

Nyckeltal sidan 25

Aktieomsättning 20 dagar – Antal omsatta aktier de senaste 20 börsdagarna före 2002-09-27, i förhållande till totalt antal aktier.

Börskurs (P) – Företrädesvis köpkurs 2002-09-27. Motsvarande värde för CSX och AFGX var denna dag 137,6 respektive 287,4.

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/JEK – Kvoten mellan börskurs och justerat eget kapital.

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.



INNEHAV

AXIS · BALLINGSLÖV · BEIJER ELECTRONICS · NEONET · SEMCON · TELELOGIC · TURNIT

Svolder hade på balansdagen 28 aktieinnehav i portföljen. Bland dessa har sju 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 och graden av 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 2002.

AXIS

Svolders innehav	1 876 000 aktier
Svolders andel	2,7% av kapital och röster
Börskurs (–värde)	16,10 SEK/aktie (1 110 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	5,5%

Axis verksamhet har allt sedan starten 1984 kretsat kring olika tekniker att kommunicera och att dela information via nätverk. Idag kan verksamheten grovt delas in i två jämnstora produktområden, Video och Print, som tillsammans svarar för nära 90 procent av koncernens intäkter. Axis byggde tidigt upp en internationell försäljningsorganisation och av dagens försäljning genereras drygt 95 procent utanför Sverige. Förutom egna kontor i fjorton länder samarbetar Axis med distributörer och partners i ett sjuttioal länder världen över. Bland dessa återfinns exempelvis Ingram Micro, Honeywell och Securitas.

MSEK	1998/99	1999/00	2000 ¹⁾	2001	2002 ²⁾
Omsättning	560	695	494	696	678
Res. efter finansnetto	1	-62	-171	-150	2

¹⁾ Avser perioden maj–december 2000 (8 mån).

²⁾ Rullande 12 månader per juni 2002.

Tre fjärdedelar av försäljningen sker under eget varumärke medan resterande del går till kunder som integrerar Axis produkter i egna helhetslösningar. Här kan nämnas internationella storkoncerner som Canon, Minolta och IBM. All tillverkning sker ute hos underleverantörer medan slutmontering och distribution sker i Axis regi.

KURSVÄCKLING



Produktområde Video består av nätverkskameror och videoservrar, en enhet som omvandlar signaler baserad på äldre analog teknik till den nya digitala standarden. Fokus ligger på industriella applikationer samt produkter för säkerhet och övervakning. Efterfrågan gynnas av det växande övervakningsbehovet i samhället. En annan viktig drivkraft är det pågående teknikskiftet från analoga till digitala kameror, där Axis har en marknadsledande ställning. Digitala kameror utgör än så länge bara några procent av den totala kameramarknaden som årligen omsätter uppskattningsvis 50 miljarder kronor.

Det andra stora affärsområdet, Print, omfattar skrivarservrar. Axis har utvecklat denna produkt sedan mitten av 80-talet och är idag nummer två på marknaden efter Hewlett-Packard. En skrivarserver gör det möjligt för flera datoranvändare att dela på en skrivare. Marknaden är mogen med låg tillväxt, men Axis ledande ställning i kombination med nyutvecklade produkter gör att bolaget kan bibehålla en god lönsamhet.

Inom koncernens övriga produktområden erbjuds bland annat program för hantering av dokument i elektronisk form.

Svolders kommentar

Den senaste tolv månadersperioden har Axis successivt lyckats höja sina marginaler och redovisa vinst. Detta innebär att företagsledningen hållit vad de tidigare lovat. Axis har dessutom starka finanser och bolaget var vid halvårsskiftet skuldfritt. Axis långsiktiga tillväxtmål är en årlig försäljningsökning på 30 procent med en marginal före skatt på 10 till 15 procent. Bolaget är ännu långt från målet, men enligt Svolders bedömning har Axis goda möjligheter att förbättra såväl försäljning som marginaler de kommande åren.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	98/99	99/00	2000 ¹⁾	2001	2002 ²⁾	Årlig tillväxt
Omsättning	10	12	7	10	10	1%
Res. efter skatt	0	-0,90	-1,60	-1,30	0,50	em
Eget kapital	2	0	6	4	4	31%
Utdelning	0	0	0	0	0	em

¹⁾ Avser perioden maj–december 2000 (8 mån).

²⁾ Svolders prognos.

Produkterna är väletablerade och säljs över hela världen. Flera av produktområdena har stor tillväxtpotential, exempelvis ökade intäkterna inom Video med 34 procent under de första sex månaderna 2002. Växande volymer behöver heller inte leda till stora investeringsökningar, eftersom företaget inte har någon egen tillverkning. Axis välkända samarbetspartners och kunder kan ses som ett bevis på att produkterna hävdar sig väl i konkurrensen.

Koncernen har dessutom en intressant produktmix med stabila och kassagenererande segment som kompletterar snabbväxande och forskningsintensiva produktområden. En riskfaktor är hårdnande konkurrens inom framförallt säkerhets- och övervakningsområdet. Bolagets stora installerade produktbas och beprövade teknologi inom detta område talar emellertid för att Axis kan försvara sin position.

BALLINGSLÖV

Svolders innehav	407 600 aktier
Svolders andel	3,8% av kapital och röster
Börskurs (-värde)	58,00 SEK/aktie (622 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	4,3%

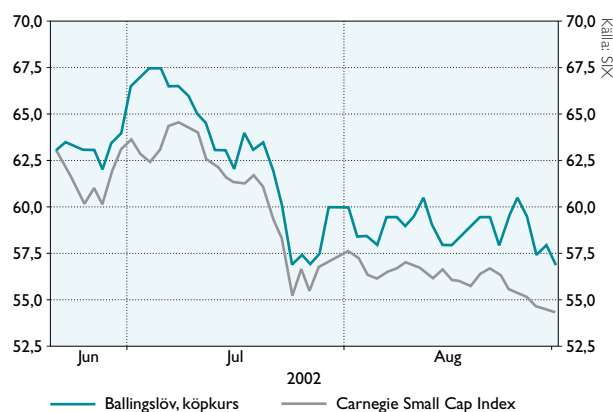
Ballingslöv är en av de ledande tillverkarna av köksinredningar i Skandinavien och Storbritannien. I Skandinavien sker även försäljning av inredningar för badrum och förvaring. I dagsläget svarar dessa segment för en liten del av försäljningen. Gemensamt för hela produktutbudet är välkända varumärken, sofistikerad design och hög kvalitet. Generellt sett verkar bolaget pris- och sortimentsmässigt inom den övre delen av marknaden. Tillverkningsen sker i Sverige, Danmark och Storbritannien.

MSEK	1998	1999	2000	2001	2002 ¹⁾
Omsättning	931	989	1 100	1 234	1 237
Res. efter finansnetto	31	61	72	85	94

¹⁾ Rullande 12 månader per juni 2002.

Den skandinaviska marknaden för köksinredningar omsätter årligen cirka 5 miljarder kronor, motsvarande cirka 250 000 sålda kök. Den brittiska marknaden beräknas totalt omsätta 9–10 miljarder kronor, varav nybyggnationsmarknaden utgör cirka 15 procent. Köksinredningsmarknaden delas ofta in i två huvudsegment, ROT (reovering, om- och tillbyggnad) och nybyggnation. Historiskt har ROT-segmentet varit mindre konjunkturkänsligt än nybyggnation och svarat för 70–80 procent av den totala marknaden.

KURSUUTVECKLING



Ballingslöv har bedrivit likartad verksamhet sedan starten 1929. Bolaget förvärvades 1974 av Electrolux, som sålde det vidare under 1998 till riskkapitalbolaget EQT.

Koncernen har under de senaste fyra åren haft en genomsnittlig årlig omsättningstillväxt om cirka 8 procent, vilket överstiger målsättningen om en genomsnittlig organisk tillväxt på lägst 5 procent. Lönsamheten, definierad som rörelsemarginalen före goodwill, har stigit från 8,4 procent 1998 till 11,0 procent 2001. Nivån är hög för branschen, men under det egna målet om 12 procent. Det

egna soliditetsmålet är satt till lägst 30 procent, vilket överträffas i nuläget. Utdelningspolicyn säger att omkring 50 procent av resultatet efter skatt över en konjunkturcykel ska delas ut till aktieägarna.

Omsättningen 2001 fördelades på Storbritannien 38 procent, Sverige 34, Danmark 17, Norge 10 och Övriga 1.

Ballingslövs affärsmodell skiljer sig mellan Skandinavien och Storbritannien avseende marknadssegment, produktmix, tjänsteinnehåll och distributionskanal. I Skandinavien sker försäljningen huvudsakligen till ROT-segmentet, medan nybyggnationssegmentet dominerar i Storbritannien. Byggmaterialhandel och köksinredningsbutiker är de viktigaste distributionskanalerna i Skandinavien. Strategin bygger på att i första hand använda sig av återförsäljare som är fristående från Ballingslöv, då återförsäljarverksamhet inte utgör någon kärnverksamhet. Kundbasen i Storbritannien utgörs av omkring 500 privata byggföretag. Marginalerna är lägre i Storbritannien bl a beroende på att Ballingslöv där bedriver återförsäljarverksamhet för vitvaror och installationstjänster.

Svolders kommentar

Svolder deltog i börsintroduktionen av Ballingslöv i juni 2002. Introduktionen blev kraftigt övertäcknad och kursen sattes till 64 kronor per aktie, vilket var i den övre delen av prisintervallet. Efter börsnoteringen har innehavet utökats.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1998	1999	2000	2001	2002 ¹⁾	Årlig tillväxt
Omsättning	106	113	126	141	116	2%
Res. efter skatt	2,20	3,90	5,00	6,10	6,00	28%
Eget kapital	22	27	31	40	39	15%
Utdelning	0	0	0	0	2,00	em

¹⁾ Svolders prognos.

De senaste årens utveckling kännetecknas av stabilitet och kontinuerligt förbättrade marginaler, trots omstrukturering och vissa problem i Storbritannien. Dessa problem var kända och till viss del åtgärdade i samband med börsintroduktionen. Givet att den underliggande marknaden utvecklas väl borde positiva effekter av åtgärdsprogrammet börja synas under de kommande kvartalen. För den skandinaviska verksamheten är de senaste kvartalets lönsamhet rekordhög, vilket begränsar potentialen för förbättringar. Risken är att efterfrågan är på väg att försvagas. Detta borde resultatmässigt kunna uppvägas av effektiviseringar i Storbritannien.

Bolagets relativa litenhet på börsen och den hittills begränsade likviditeten i aktien har medfört att bolaget, enligt Svolder, inte fått den värdering som det förtjänar utifrån fundamentala faktorer som tillväxt, vinst och utdelning. Företagsledningen har signalerat att kompletterande förvärv kan bli aktuella, vilket rätt hanterat torde kunna höja intresset för bolaget och dess aktie.

BEIJER ELECTRONICS

Svolders innehav	845 000 aktier
Svolders andel	13,6% av kapital och röster
Börskurs (–värde)	54,00 SEK/aktie (340 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	8,3%

Under sommaren år 2000 delades industrikoncernen G&L Beijer i en elektronikdel samt en handelsrörelse för kyla och industriförnödenheter. Den förstnämnda delades ut till bolagets aktieägare och noterades på Stockholmsbörsen under namnet Beijer Electronics. Till skillnad mot G&L Beijer finns endast ett aktieslag.

MSEK	1998	1999	2000	2001	2002 ¹⁾
Omsättning	298	323	391	431	410
Res. efter finansnetto	34	32	41	39	32

¹⁾ Rullande 12 månader per juni 2002.

Elektronikbolaget är ett utvecklings- och agenturföretag inom industriautomation med produkter och tjänster som marknadsförs såväl på hemmamarknaden som globalt. Bolagets hemmamarknad omfattar förutom Sverige, dessutom Norge och Finland. Helägda dotterbolag finns även i Tyskland och USA. I produktprogrammet ingår bland annat programmerbara styrsystem, frekvensomriktare, servosystem, robotar och operatörssystem. Erbjudandet omfattar också tjänster såsom teknisk support, ett komplett utbildningsprogram och projektverksamhet.

Organisationen är sedan inledningen av 2002 indelad i två affärsområden Automation och HMI Products, där HMI står för Human Machine Interface. Avsikten var att skapa tydligare ansvarsområden med eget ledningsansvar samt att fokusera på respektive marknad för att öka tillväxtpotentialen. Kostnadsstrukturen skiljer sig mellan områdena. Automation har väsentligt lägre bruttomarginaler, men inte heller HMI Products kostnader för försäljnings- och utvecklingsorganisation.

KURSUUTVECKLING



Automation marknadsförs och säljer ett brett och komplett produktprogram inom automationsområdet i Sverige, Norge och Finland. I produktutbudet ingår ett tiotal agenturprodukter inom styr- och drivsystem från ledande

internationella tillverkare samt operatörssystem från affärsområdet HMI Products. Drygt två tredjedelar av koncernfaktureringen är hänförlig till Automation.

HMI Products utvecklar operatörssystem som omfattar operatörsterminaler och PC-baserade terminaler. Operatörssystem marknadsförs och säljs globalt genom så kallade brand label-partners såsom ABB, Mitsubishi och Matsushita samt genom egna säljkanaler och affärsområdet Automation. Affärsområdet svarar för knappt en tredjedel av koncernfaktureringen.

All produktion sker via kontraktstillverkare. Kapitalbindningen blir därmed låg och den finansiella ställningen i bolaget är mycket god – soliditeten är nästan 50 procent. Kostnaderna för FoU inom HMI Products, ca 13 procent av affärsområdets omsättning, tas löpande.

Svolders kommentar

Svolder har successivt koncentrerat "Beijer-innehavet" till Beijer Electronics då dess verksamhet bedöms ha bättre långsiktig tillväxt och lönsamhet än kvarvarande delar av G&L Beijer. Denna skillnad reflekteras inte i aktiekurserna. Den senaste tolv månadersperioden var i så motto en besvikelse eftersom aktien, till skillnad från tidigare, i inte oväsentlig utsträckning belastade Svolders substansvärde.

Elektronikkoncernen drabbades hösten 2001 framför allt av konjunkturedgången i USA. Efter fyra kvartal av sämre jämförelsesiffror finns nu tecken på att den negativa försäljnings- och resultatrenden har upphört och möjligen även är på uppåtgående. Nya internationella ordrar bekräftar att företagets operatörsterminaler är mycket konkurrenskraftiga. En successiv konjunkturåterhämtning i västvärlden torde åter föra Beijer Electronics mot de finansiella målen 10 procents rörelsemarginal och 15 procent årlig tillväxt.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1998	1999	2000	2001	2002p ¹⁾	Årlig tillväxt
Omsättning	48	52	63	69	68	9%
Res. efter skatt	4,10	3,40	4,80	4,50	4,00	0%
Eget kapital	6	6	11	14	16	25%
Utdelning	em	em	2,00	2,50	2,50	em

¹⁾ Svolders prognos.

Beijer Electronics har hög utdelningskapacitet. Den senaste femårsperioden har betydande belopp lämnats i koncernbidrag. Nuvarande utdelningsnivåer är vid en sådan jämförelse låga. Aktiens goda utdelningsandel är väsentlig för Svolders egen utdelningskapacitet.

Den tidigare huvudägaren har under december 2001 sålt sitt innehav till Stena-sfären. En delvis ny styrelse, med bred industriell erfarenhet, har valts efter diskussioner mellan de största ägarna. Ägarförändringen skapar därmed bättre förutsättningar än tidigare för den erfarna företagsledningen, som under tjugo års tid från grunden byggt Beijer Electronics, att kunna anta de nya globala utmaningarna.

NEONET

Svolders innehav	895 100 aktier
Svolders andel	2,0% av kapital och röster
Börskurs (–värde)	11,40 SEK/aktie (510 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	1,8%

NeoNet effektiviserar aktiehandeln för institutionella investerare och mäklarhus genom att förse dessa med prisvärd global åtkomst till börser och andra större marknadsplatser i NeoNets elektroniska handelsnätverk.

NeoNet har under senare år utvecklats från en svensk lågprismäklare till ett internationellt handelsnätverk för aktier. NeoNet byggde redan från starten 1996 en elektronisk handelsplattform parallellt med att bolaget erbjöd manuell handel. Behovet av enkel och kostnadseffektiv aktiehandel från professionella kapitalmarknadsaktörer har styrt utvecklingen. Ingen form av egenhandel, analys eller rådgivningsstöd (corporate finance) erbjuds eller genomförs.

MSEK	1998	1999	2000	2001	2002 ¹⁾
Omsättning	71	88	168	199	204
Res. efter finansnetto	22	12	16	4	-12

¹⁾ Rullande 12 månader per juni 2002.

Inledningsvis skapade Stockholmsbörsens tidigt utvecklade elektroniska orderbok grunden för verksamheten. Därefter följde nordiska marknader, Frankfurtbörsen, London och Euronext. Under 2002 har även Milano och amerikanska Nasdaqbörsen anslutits. Målet är att i samma handelssystem kunna ansluta 80 procent av marknadsvärdet på världens aktiemarknader under 2003.

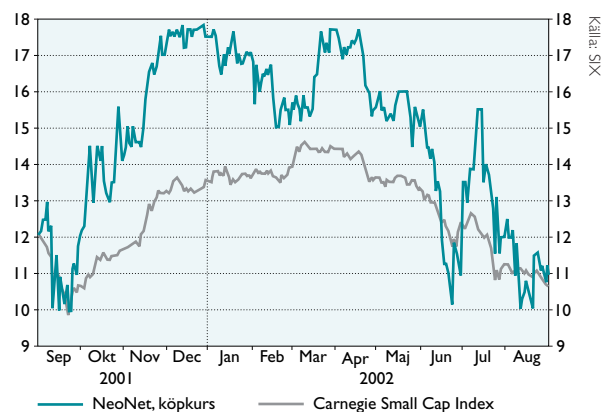
Transaktionsintäkterna från den svenska och finska aktiemarknaden svarar för knappt 75 procent av de totala intäkterna. Andelen minskar successivt. Ungefär hälften av bolagets transaktionsintäkter kommer från kunder som har svensk hemvist. En tredjedel av transaktionerna görs av amerikanska kunder. Denna andel har ökat dramatiskt under senare år. Eget försäljningskontor finns, förutom i Stockholm och New York, sedan sommaren 2002 även i London.

Det finns stora möjligheter att integrera kundernas befintliga system för handel och administration med NeoNets system och börsnätverk. Verksamhetens intäkter är direkt relaterade till börsomsättningen. Transaktionsintäkterna har stadigt förbättrats till och med inledningen av 2002. Trots den kraftiga värdenedgången i handeln med Ericsson- och Nokiaaktier, har resultatnivåer och kassaflöden kunnat hållas på acceptabla nivåer. Ett åtgärdsprogram i syfte att sänka rörelsens kostnader med 25 MSEK per år iscensattes under sommaren 2002.

Verksamheten bedrivs med begränsat finansiellt risktagande. Bolaget har, förutom de oreglerade likvider som aktiehandeln ger upphov till, inga skulder av långfristig karaktär. NeoNet har, med undantag av det andra kvartalet 2002, redovisat positiva kassaflöden och rörelseresultat. Rörelserisken begränsas till kundhandeln, som

kontinuerligt sker enligt principen ”likvid mot värdepapper”. Samtliga kunder kreditprövas och särskild kreditförsäkring är tecknad. Någon egenhandel förekommer inte.

KURsutveckling



Svolders kommentar

NeoNets verksamhet är anpassad för ett antal centrala trender på aktiemarknaden. Allt större del av aktiehandeln sker över gränserna och de elektroniska inslagen ökar kraftigt. Placerarna utvecklar dessutom egen analyskapacitet och är därigenom i mindre utsträckning beredda att betala för dessa tjänster. Samtidigt pågår en betydande prispress på aktiehandel, där konkurrenter till NeoNet har väsentligt högre kostnader. Under senare år har den stora egenhandeln hos investmentbankerna ifrågasatts från placerarhåll liksom trovärdighet och oberoende kring rådgivning och analys. En allt större del av den institutionella aktiehandeln förväntas framöver att gå mot elektroniska och kostnadseffektiva transaktioner, utförda av oberoende mellanhänder.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1998	1999	2000	2001	2002 ¹⁾	Årlig tillväxt 4 år
Omsättning	3	3	4	4	5	13%
Res. efter skatt	0,60	0,20	0,40	0,10	-0,10	em
Eget kapital	1	2	6	6	6	43%
Utdelning	0	0,10	0	0	0	em

¹⁾ Svolders prognos.

NeoNets finansiella mål uttrycka som årliga intäktsökningar om minst 50 procent och en långsiktig rörelsemarginal om minst 25 procent framstår i nuvarande marknadsläge som orealistiska. När väl börsläget normaliseras, och handeln åter tilltar, kommer målen att te sig mer uppnåeliga.

NeoNet är en liten aktör – mycket liten i ett globalt perspektiv av investmentbanker. Bolagets teknologiska kompetens och marknadsposition kommer ändå att ha ett strategiskt värde i den fortsatta utvecklingen av de allt mer globala och elektroniska aktiemarknaderna.

SEMCON

Svolders innehav	900 000 aktier
Svolders andel	5,2% av kapital och röster
Börskurs (-värde)	23,00 SEK/aktie (400 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	3,8%

Semcon är ett teknikkonsultbolag som erbjuder sina kunder teknisk kompetens inom design, IT och produktutveckling. Kunderna återfinns i första hand bland stora företag inom fordons-, telekom-, läkemedels- och basindustrin i Norden.

MSEK	1998	1999	2000	2001	2002 ¹⁾
Omsättning	709	864	1 007	1 127	1 155
Res. efter finansnetto	85	84	50	2	-22

¹⁾ Rullande 12 månader per juni 2002.

Semcon grundades 1980 och har sedan dess varit lönsamt. När bolaget noterades på Stockholmsbörsen 1997 var antalet anställda nära 700 och omsättningen uppgick till cirka 500 MSEK. År 2001 var omsättningen cirka 1 100 MSEK och resultatet 2 MSEK. Fjölåret var därmed resultatmässigt det svagaste året på tio år framför allt beroende på den vikande marknaden inom IT och telekom. Under första halvåret 2002 omsatte bolaget drygt 630 MSEK och gjorde en vinst på nära 15 MSEK. Idag är antalet anställda drygt 1 600. Tillväxten har i huvudsak varit organisk.

KURSUTVECKLING



Drivande faktorer för Semcons marknad är ett ökat teknik- och IT-innehåll i konsument- och industriprodukter samt större fokus på design. Att snabbt vara ute på marknaden med nya produkter och bra design stärker kundernas konkurrenskraft. Dessutom bidrar kundernas ökade fokus på kärnverksamhet till ett ökat antal partnerskapsaffärer, där kunderna väljer att lägga ut delar av sina utvecklingsprojekt på underleverantörer, "outsourcing". Semcons erbjudande är att kunden skall kunna gå genom hela utvecklingsprocessen från idé fram till färdig produkt på kortast möjliga tid.

Semcon erbjuder sina kunder hela processer inom verksamhetsområdena: produktutveckling, produktionsutveck-

ling, design, management, teknikinformation, system- och webbutveckling samt IT-verktyg.

Stora kunder är Volvo Car Corporation, SAAB Automobile, Ericsson, Novo Nordisk, Volvo lastvagnar, Tetra Pak, Bombardier, Astra, ABB och Akzo Nobel. Nämnda globala koncerner står tillsammans för mer än hälften av Semcons omsättning. Under året har utvecklingen inom telekom varit svag, medan efterfrågan från fordons-, bas- samt läkemedelsindustrin varit relativt stabil. Semcons goda tillväxt inom läkemedel och ökad andel av partnerskapsaffärer har bidragit till fortsatt försäljningstillväxt. Den ökade andelen partnerskapsaffärer skapar bättre stabilitet och planeringsmöjlighet för bolaget.

Semcons finansiella ambition är att rörelsemarginalen skall överstiga 10 procent över en konjunkturcykel. Målsättningen är att dela ut 30-50 procent av vinsten efter skatt till aktieägarna. Historiskt har bolaget visat på att rörelsemarginalmålet kan uppnås och utdelning har givits inom ramen för bolagets målsättning. Lönsamhet prioriteras i dagsläget före tillväxt. Tillväxten skall också i fortsättningen huvudsakligen ske organiskt.

Svolders kommentar

Semcon utgör ett intressant placeringsalternativ för de placerare som söker stabil organisk tillväxt under lönsamhet baserad på nära och långsiktiga kundrelationer inom olika branscher. Trots nuvarande svåra marknadsklimat uppvisar bolaget vinst första halvåret 2002. Aktiemarknadens generella misstro mot konsulter har även drabbat Semcons aktiekursutveckling. Bolaget har under en tioårsperiod årligen haft en genomsnittsförsäljning om drygt 700 kSEK per anställd och ett rörelseresultat efter avskrivningar om i snitt drygt 70 kSEK.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1998	1999	2000	2001	2002 ¹⁾	Årlig tillväxt
Omsättning	41	50	58	65	67	13%
Res. efter skatt	3,40	3,40	2,00	0,10	1,20	em
Eget kapital	6	8	9	9	10	13%
Utdelning	1,40	1,40	0,50	0	0	em

¹⁾ Svolders prognos.

Osäkerhet råder i nuläget kring hur mycket Volvo Car Corporations annonserade neddragningar på konsulter kommer att drabba Semcon. Uppdragen hos Volvo består till stor del av långa utvecklingsprojekt som på kort sikt inte drabbas av detta. Under sommaren har också SAAB Automobile minskat antalet konsulter. Tätare modellbyten och utökade modellprogram kommer att gynna bolag som Semcon på sikt. Historiskt har Semcons företagsledning agerat snabbt för att anpassa bolaget till förändringar i efterfrågan. I dagsläget är Semcon rustat för en fortsatt svag marknad. Semcon, med sin starka kundbas och sina ramavtal, är välpositionerat när efterfrågan i industrin ökar. Drivkrafterna för produktutveckling och design kommer på sikt fortsatt vara starka.

TELELOGIC

Svolders innehav	5 531 000 aktier
Svolders andel	2,8% av kapital och röster
Börskurs (-värde)	6,75 SEK/aktie (1 350 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	6,8%

Telelogic utvecklar och säljer program som effektiviserar kundernas egen utveckling av mjukvara. Med hjälp av Telelogics produkter blir kundföretagens systemutveckling snabbare, mindre personalkrävande, kostnadseffektivare och mer tillförlitlig. Bolaget tillhör de ledande globala leverantörerna av utvecklingsverktyg åt telekommunikations-, bil- samt flyg- och försvarsindustrin. Dessa branscher kännetecknas av stora och komplexa utvecklingsprojekt. Kundbasen omfattar bland annat Alcatel, BAE Systems, DaimlerChrysler, BMW, Boeing, Ericsson, General Motors, Motorola och Nokia. Traditionellt har Norden och övriga Europa varit Telelogics största marknader, men bolagets expansion i USA de senaste åren i kombination med tillväxt i Asien har gett en jämnare geografisk fördelning. Telelogic har egna kontor i 18 länder.

MSEK	1998	1999	2000	2001	2002 ¹⁾
Omsättning	179	318	881	1495	1244
Res. efter finansnetto	1	3	-42	-2124	-1957

¹⁾ Rullande 12 månader per juni 2002.

Inom produktutveckling dominerar fortfarande traditionella, icke verktygsbaserade utvecklingsmetoder, men andelen ingenjörer som utnyttjar programmeringsverktyg ökar stadigt. Efterfrågan på marknaden styrs även av antalet nya utvecklingsprojekt som startas hos kunderna. Telelogics verksamhet tillhör de områden inom programvarusektorn som marknadsbedömare tror kommer att växa snabbast de kommande åren.

KURSUMVECKLING



Produktportföljen består av tre programfamiljer, som kompletterar varandra och tillsammans bildar en helhetslösning. Produkten DOORS används för att samla in, följa upp och länka samman alla de kravspecifikationer som skall forma slutprodukten i ett utvecklingsprojekt. Tau är produkter för bland annat analys, design och test-

ning av mjukvara. Synergy är ett verktyg som hanterar förändringar och olika versioner av utvecklade program.

Under 2002 har Telelogics omsättning minskat främst beroende på en fortsatt svag utveckling för telekomsektorn. Däremot har intäkterna från de övriga branscherna vuxit, särskilt från flyg- och försvarsindustrin. Licensintäkter står för en allt större andel av koncernens försäljning, medan neddragningar gjort att konsultverksamheten minskat i betydelse. Resultatet har förbättrats samtidigt som kassaflödet blivit positivt. Vid halvårsskiftet var koncernens kassa 125 MSEK större än de räntebärande skulderna.

Svolders kommentar

Koncernen genomförde flera större företagsförvärv under 1999 och 2000 med betalning i form av egna högt värderade aktier. Huvuddelen av den betydande goodwillpost som då uppstod fick skrivas ned i bokslutet 2001 när marknads värdering förändrades. Förvärven framstår emellertid som kloka och avgörande inför framtiden enligt Svolders förmenande, då dessa tillfört bolaget såväl nya produkter som viktiga kundgrupper.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År						Årlig tillväxt
	1998	1999	2000	2001	2002 ¹⁾	4 år
Omsättning	3	4	7	8	6	19%
Res. efter skatt	0	0	-0,40	-10,80	-0,10	em
Eget kapital	0	1	19	4	4	106%
Utdelning	0	0	0	0	0	em

¹⁾ Svolders prognos.

Telelogics målsättning är att kraftigt förbättra rörelsemarginalen under de kommande två åren. Målet för år 2004 uppgår till en marginal på 20 procent. Med hjälp av omfattande kostnadsbesparingar har bolaget lyckats tjäna pengar igen före omstruktureringskostnader och goodwillavskrivningar under både det första och andra kvartalet 2002. Det normala säsongsmönstret att vinsten genereras först mot slutet av året är därmed brutet. För att uthålligt förbättra lönsamheten krävs dock att försäljningen kommer igång. Telelogic har som mål att minst växa i takt med marknaden och bolaget räknar med att åter nå tillväxt under 2003. Beroendet av telekomsektorn minskar successivt och samtidigt ökar efterfrågan inom flera av de övriga kundbranscherna. Nya produktlanseringar och växande korsförsäljning av befintliga produkter borde även bidra positivt till tillväxten. Ökad försäljning i kombination med förbättrade marginaler baddar för en god resultatutveckling framöver.

Telelogic-aktien har på ett oförtjänt sätt fallit på grund av kopplingen till telekomindustrin och dess specifika problem. Kunder härifrån står idag för mindre än en tredjedel av intäkterna. Svolder anser att bolagets vinstpotential inte avspeglas i dagens förväntningar på aktiemarknaden. Uppfattningen grundas på Telelogics marknadsledande position, globala kundbas och kommersiellt etablerade produkter. Bolagets goda finansiella ställning stärker den positiva bilden.

TURNIT

Svolders innehav	1913 627 aktier och 561 000 tr
Svolders andel	6,6% av kapital och 6,2% av röster
Börskurs (-värde)	3,16 SEK/aktie (92 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	1,1%

TurnIT är en koncern av IT-bolag uppdelad i två affärsområden; Distribution och Programvara/Konsulting. I affärsområdet Distribution ingår bolagen CityData, Innovative-IT, LAC och SweDeltaco. Bolagen som ingår i Programvara/Konsulting är Arete, Computas och IAR Systems. Affärsidén är att förädla och utveckla bolagen i dessa två affärsområden.

MSEK	1998	1999	2000	2001	2002 ¹⁾
Omsättning	802	1 210	1 550	1 749	1 455
Res. efter finansnetto	53	92	67	-1 051	-1 016

¹⁾ Rullande 12 månader per juni 2002.

KURSU TVECKLING



TurnITs verksamhet startade 1996 och en expansiv fas inleddes med ett fyrtiotal förvärv fram till och med år 2000. Redan under 2000, strax innan marknaden vek och efterfrågan på TurnITs produkter och tjänster började minska, så blev möjligheterna att sälja alternativt börsnotera förädlade dotterbolag mycket begränsade. Denna del av strategin visade sig under rådande marknadsklimat ej längre hållbar. Under andra halvåret 2001 tillträdde ny verkställande direktör och strategin ändrades till att fokusera på kassaflöde, lönsamhet och finansiell balans. Därefter har åtgärder såsom kostnadsbesparingsprogram, försäljningar och avvecklingar av bolag samt två nyemissioner om totalt 90 MSEK genomförts. Därmed har bolaget säkerställt en långsiktig bankfinansiering, minskat skuldbördan samt skapat förutsättningar för lönsamhet. Under september såldes Fiberdata till nätverksbolaget Thalamus. Som en del i uppgörelsen garanterade Thalamus delar av den pågående nyemissionen och tecknade slutligen 43 procent. Härmed fulltecknades emissionen och Thalamus blev största ägare i TurnIT med 17 procent av kapitalet. I och med avyttringen av Fiberdata kan TurnIT koncentrera arbetet inom ramen för den nya strategin och utvecklas framåt.

Affärsområde Distribution omfattar hård- och mjukvaruförsäljning som de senaste fem åren uppnått en rörelsemarginal om i snitt 13 procent. SweDeltaco är det bolaget som bidrar med mest omsättning och resultat. SweDeltaco erbjuder ett brett sortiment av datortillbehör och har varit lönsamt sedan det förvärvades av TurnIT 1997.

Affärsområde Programvara/Konsulting arbetar inom konsult- och programvarumarknaden. Arete är affärsområdets största bolag och är huvudsakligen ett konsultbolag. Arete har drabbats av den återhållsamhet i IT-investeringar som kännetecknade marknaden 2001 och fortsatt under 2002. Utifrån bolagets historik och etablerade kundrelationer finns goda förutsättningar att åter uppnå lönsamhet. IAR Systems erbjuder sina kunder verktyg för programmering av mikroprocessorer i inbyggda system. Bolaget har historiskt haft en god omsättningstillväxt, men resultatutvecklingen har varit negativ.

TurnIT har som målsättning att skapa en rörelse-drivande koncern bestående av lönsamma och helägda IT-bolag med goda tillväxtpotentialer. Kortsiktiga mål är att nå ett positivt kassaflöde från rörelsen samt en soliditet överstigande 25 procent. Långsiktigt mål är en rörelsemarginal före avskrivningar av goodwill om minst 11 procent.

Svolders kommentar

Svolders placering i TurnIT gjordes utifrån ambitionen att finna ett bolag inom IT-sektorn med en relativt sett låg riskexponering. Detta var felaktigt då TurnITs förvärvsstrategi visade sig vara alltför expansiv inte minst utifrån finansiell synpunkt. Ett antal bra förvärv har gjorts under åren men i andra fall visades prov på bristande omdöme och kontroll.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1998	1999	2000	2001	2002 ¹⁾	Årlig tillväxt 4 år
Omsättning	66	74	77	85	25	em
Res. efter skatt	2,50	3,50	2,60	-47,90	-1,00	em
Eget kapital	34	48	65	12	4	em
Utdelning	0	0	0	0	0	em

¹⁾ Svolders prognos.

Nuvarande ledning och styrelse har agerat krismedvetet samt genomfört nödvändiga åtgärder. Svolders förtroende för ledning och styrelse har därmed stärkts. Efter gjorda omstruktureringar och nyemissioner har den finansiella risken i TurnIT minskat. Förutsättningar har därmed också skapats för att målen kan uppnås. Bolaget utgör idag ett intressant placeringsalternativ inom IT-sektorn som, enligt Svolders uppfattning, borde ha en lägre rörelserisk då koncernen består av ett antal välrenommerade rörelsedrivande bolag inom hårdvara, programvara och konsulting. Svolder har tecknat sin andel i den nämnda företrädesemission. Antalet aktier uppgår därefter till knappt 2,5 miljoner (oktober 2002).

FÖRVALTNINGSBERÄTTELSE

Styrelsen och verkställande direktören för Svolder aktiebolag (publ) får härmed avlämna årsredovisning för perioden 2001-09-01–2002-08-31.

Efterföljande resultat- och balansräkningar, kassaflödesanalyser och bokslutskommentarer utgör en integrerad del av årsredovisningen.

Svolders redovisning har upprättats i enlighet med den svenska årsredovisningslagen (ÅRL), med undantag för värdepappersinnehaven som värderas till marknadsvärde (i enlighet med IAS 39). Detta är i överensstämmelse med EU:s fjärde och sjunde direktiv. Den svenska årsredovisningslagen (ÅRL), som föreskriver värdering till det lägsta av anskaffningsvärde eller verkligt värde, har emellertid ännu inte ändrats. Svolder har därför även upprättat en redovisning helt enligt ÅRL. Denna återfinns på sidorna 54–58.

Det är Svolders uppfattning att bolagets resultat och förmögenhetsvärde bäst beskrivs då värdet av aktieinnehaven konsekvent baseras på marknadsvärdering, vilket görs enligt IAS 39. EU föreskriver dessutom att samtliga börsbolag skall tillämpa IAS från 2005, samt då ha jämförelsesiffror för 2004.

Verksamheten

Svolder AB är ett rent investmentbolag som placerar i marknadsnoterade aktier i svenska små och medelstora företag. Med detta avses huvudsakligen företag med marknadsvärden understigande 10 miljarder SEK. Jämförelser görs i första hand mot Carnegie Small Cap Index – CSX.

Bolagets A- och B-aktier noteras på Stockholmsbörsens O-lista.

Ägar- och aktiekapitalförändringar

I enlighet med bolagsordningen kan aktieägare, efter ansökan hos bolagets styrelse, omvandla A- till B-aktier. Under verksamhetsåret har 30 500 A-aktier omstämplats till B-aktier.

Bolagets aktier är på balansdagen fördelade på 1 874 276 A-aktier och 10 925 724 B-aktier.

Antalet aktieägare per den 28 juni 2002 är enligt statistik från Värdepapperscentralen (VPC) drygt 8 200. Detta är en ökning med mer än 400 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

Nedgången på världens aktiemarknader, som tog sin början i mars år 2000, har nu pågått i över 30 månader. Det gångna verksamhetsåret (september 2001–augusti 2002) har präglats av en stark negativ trend, även om vissa perioder haft en mer positiv utveckling. Världsindex (MSCI) sjönk med 18,2 procent mätt i USD under tolv månadersperioden, medan den amerikanska teknologibörsen Nasdaq noterade en nedgång med 27,2 procent. Den svenska börsen, mätt som Affärsvärldens generalindex,

redovisade en likartad utveckling och föll med 28,8 procent. Småbolagsindex, CSX föll däremot mindre, –11,6 procent.

Aktier inom tillväxtorienterade sektorer som telekommunikation, media och informationsteknologi har noterat de kraftigaste kursfallen under verksamhetsåret. Detta trots en upphämtning under hösten och vintern 2001 – då placerare sålde aktier i mera stabila branscher, såsom konsumentvaror, fastigheter, banker och hälsovård – till förmån för aktier inom TIME-sektorn. I inledningen av 2002 blev sektorutvecklingen den motsatta, samtidigt som aktier i industribolag började gå relativt starkt på förhoppningar om en bättre industrikonjunktur. Sedan början av mars har dock utvecklingen på Stockholmsbörsen varit entydigt negativ. Nedgången har varit bred och med undantag för råvarubolag och konsumentvarurelaterade aktier har samtliga branschindex fått vidkännas en negativ kursutveckling.

Oro och tvivel över styrkan i den internationella konjunkturen och företagets vinstutveckling har kommit att prägla marknaden. Dessutom har flera av de största svenska börsbolagen tvingats hantera sina egna specifika problem. Redovisningsskandaler i USA, oro för nya terrorhandlingar samt krigshot i Mellersta Östern är andra faktorer som ytterligare spätt på de negativa marknadsuppfattningarna.

Sett över de senaste tolv månaderna har valutaförändringarna varit väsentliga. Alla ledande valutor har försvagats mot den svenska kronan, den amerikanska dollarn med tio och euron med fyra procent. Den svenska industrin har sålunda tappat i konkurrenskraft under denna tid.

Centralbankerna i USA och Europa har, särskilt under den första delen av verksamhetsåret, fört en expansiv penningpolitik i syfte att stimulera den ekonomiska tillväxten. Räntorna i USA har sjunkit kraftigt både på den långa och korta sidan. Låga räntor gynnar aktier framför räntebärande placeringar.

Bilden i Sverige var annorlunda, då räntorna på balansdagen i stort sett var på samma nivå som vid inledningen av verksamhetsåret. Detta speglade styrkan i den svenska hemmamarknaden och den ökade ekonomiska aktiviteten.

Genomgående har kapitalflödena till aktiemarknaderna sjunkit radikalt. Det har främst sin orsak i minskat nysparande i aktie- och pensionsfonder samt i livförsäkringsbolagens resultatproblem och starkt försvagade balansräkningar.

Substansvärdets förändring

Svolders substansvärde sjönk, inklusive till aktieägarna utbetald utdelning, med 24,6 procent. Detta är sämre än jämförelseindex som, inklusive uppskattade mottagna utdelningar, föll ca 9,6 procent.

Portföljstrategin har särskilt inriktats på aktier som bedömts gynnas av den konjunkturuppgång som successivt förväntades inträffa under 2001/2002. Denna förse-

	2001/2002 12 mån		2000/2001 12 mån		1999/2000 12 mån	
	MSEK	SEK/Aktie	MSEK	SEK/Aktie	MSEK	SEK/Aktie
Mottagen utdelning m m	12,8	1,00	27,6	2,20	30,6	2,40
Förvaltningskostnad	-11,4	-0,90	-12,0	-0,90	-9,6	-0,80
Resultat värdepapper	-196,4	-15,30	-498,8	-39,00	430,1	33,60
Redovisat resultat	-194,9	-15,20	-483,1	-37,70	451,1	35,20
Lämnad utdelning	-44,8	-3,50	-70,4	-5,50	-54,4	-4,25
Förändring substansvärde	-239,8	-18,70	-553,5	-43,20	396,7	31,00
Ägarnas värdeförändring	-194,9	-15,20	-483,1	-37,70	451,1	35,20
Substansvärde (UB)	551,8	43,10	791,6	61,80	1 345,1	105,10

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

nades av terrorattackerna i USA den 11 september 2001 samt av att anpassningen till ett normalläge inom telekombranschen blivit mycket utdragen. Ledande indikatorer har dock pekat uppåt för de stora ekonomierna i världen, vilket tillsammans med enskilda bolagsvärderingar utgjort grunden till att Svolders aktieportfölj överviktats mot industri- och telekomrelaterade företag.

På motsvarande sätt har portföljen innehållit få aktier inom branscherna Hälsovård och Fastighet. Andelen konsumentvaruaktier reducerades successivt under året i takt med att god absolut eller relativ värdeutveckling hade uppnåtts. Detta gäller särskilt dagligvaruhandelsgruppen **Axfood**.

Aktieinnehaven i **Nolato**, **LGP Telecom**, **Semcon** och **Dimension** har drabbats av den svaga telekommarknaden och kraftigt belastat Svolders substansvärde. Nedgången för de svenska IT-företagen har särskilt berört innehaven i **TurnIT**, **Bure Equity** och **Frontec**. I några av dessa och andra portföljbolag har de svaga omvärldsbetingelserna dessutom förstärkts av ovarsam historisk expansion och sent uppkommen krismedvetenhet hos ledningar och styrelser.

Aktieportföljens övervikt av industri- samt undervikt av hälsovårdsaktier har positivt påverkat den relativa värdeutvecklingen. Framför allt övervikten av aktier i telekombranschen hade däremot en negativ betydelse. Aktieurvalet inom industri-, finans- och IT-sektorn var svagt vid en jämförelse med andra företag inom det svenska småbolagssegmentet.

Kursutveckling

Svolders B-aktie föll inklusive utdelning 33,6 procent under verksamhetsåret, och handlades på balansdagen senast till 44 SEK. Svolders A-aktie, vilken har mycket låg börsomsättning, hade samma dag en senaste köpkurs om 41 SEK.

B-aktien värderades på balansdagen med en premie om 2,1 procent. Under verksamhetsåret har aktien genomsnittligen handlats med en premie om 4,8 procent, och under 87 procent av de veckovisa informationstillfällena har börsvärdet överstigit substansvärdet. B-aktien har omsatts under verksamhetsårets samtliga börsdagar, med en genomsnittlig omsättning om ca 10 600 aktier per dag.

Aktieportföljen

Under verksamhetsåret har aktier för brutto 363,5 och 352,3 MSEK förvärvats respektive sålts. Till aktieägarna har lämnats aktieutdelning om 44,8 MSEK (3,50 SEK per aktie).

Likvida medel (inklusive oreglerade likvider) har minskat med 54,4 MSEK och utgjorde på balansdagen 32,8 MSEK, motsvarande 5,9 procent av bolagets substansvärde.

Aktieportföljen var på balansdagen överviktad mot sektorerna Industri och Telekommunikation. Undervikt gällde för branscherna Konsumentvaror, Finans, Hälsovård och Media. Branschklassificeringen följer tidningen Affärsvärldens uppdelning och kan ibland vara något missvisande. Den ger ändå en god överblicksbild över portföljinriktningen även om det skall betonas att aktieurvalet i första hand tar särskild hänsyn till egenskaper och förväntad utveckling hos de individuella bolagen.

Kommentarer kring flertalet köp och försäljningar har löpande gjorts i Svolders delårsrapporter.

Resultat

Rörelseresultatet under verksamhetsåret uppgick till -196,5 (-486,6) MSEK. Utdelningsintäkterna uppgick till 11,3 (24,1) MSEK, och nettot av finansiella poster till 1,5 (3,5) MSEK. Årets resultat blev -194,9 (-483,1) MSEK, motsvarande -15,20 (-37,70) SEK/aktie.

Likviditet och soliditet

Vid verksamhetsårets slut uppgick Svolders likvida medel, inklusive nettot av aktiehandelns oreglerade likvider, till 32,8 (87,2) 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 2,25 (3,50) SEK per aktie lämnas i aktieutdelning. Detta motsvarar 28,8 (44,8) MSEK. Förslaget utgör 5,2 procent av utgående substansvärde och innebär en direktavkastning om 5,1 procent utifrån

balansdagens börskurs. Sänkningen är en följd av det svaga börsutvecklingen och nedgången i substansvärdet.

Personal

Svolder hade på balansdagen 6 (5) anställda; tre förvaltare/analytiker, två administratörer samt verkställande direktören. VD:s anställningsvillkor framgår av not 1.

Incitamentsprogram

Svolders anställda omfattas sedan 1998 av ett incitamentsprogram utformat av bolagets styrelse. Aktuella belöningsprogram har utförligt presenterats i Svolders årsredovisningar.

Programmet strävar efter att belöna de anställda om de långsiktigt skapar ett mervärde för bolagets aktieägare. Med mervärde avses i första hand substansvärde tillväxt utöver jämförelseindex. Därutöver kan styrelsen, utifrån egen bedömning, premiera anställda för bland annat värdeskapande aktiviteter mot aktiemarknaden, aktiens värdering samt god kontroll över den löpande verksamheten, se vidare sidan 49 (not 2). För verksamhetsåret 2001/2002 har ingen bonusreservering 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 företagens 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 tryckta 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.

Händelser efter verksamhetsårets utgång

Svolder har tecknat aktier motsvarande 1,8 MSEK i en företrädesemission i TurnIT. Nyemissionen fulltecknades och har i kombination med utförsäljningen av dotterbolaget Fiberdata därmed stärkt TurnITs finansiella ställning.

Förslag till vinstdisposition

Till bolagsstämmans förfogande står:

Balanserat resultat	kSEK	426 755
Årets resultat	kSEK	-194 941
Summa	kSEK	231 814

Styrelsen och verkställande direktören föreslår att:

Till aktieägarna utdelas 2,25 SEK/aktie	kSEK	28 800
Kvarstående belopp balanseras i ny räkning	kSEK	203 014
Summa	kSEK	231 814

Stockholm den 15 oktober 2002

MATSOLA PALM

Ordförande

HÅKAN BOHLIN

MATS GULDBRAND

ERIC HIELTE

KARIN KRONSTAM

ULF HEDLUNDH
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 15 oktober 2002.

THOMAS THIEL
Auktoriserad revisor

GEORGE PETERSSON
Auktoriserad revisor

RESULTATRÄKNING

		(kSEK)	
		2001/2002	2000/2001
Resultat från värdepappersförvaltning			
Utdelningar		11 281	24 123
Resultat från värdepapper		-196 417	-498 804
Övriga rörelseintäkter		13	19
Resultat från värdepappersförvaltning		-185 123	-474 662
Förvaltningskostnader	Not 3,4	-11 350	-11 955
Rörelseresultat		-196 473	-486 617
Finansiella intäkter och kostnader			
Ränteintäkter och liknande resultatposter	Not 5	1 560	3 535
Räntekostnader och liknande resultatposter	Not 6	-28	-27
Resultat efter finansiella poster		-194 941	-483 109
Skatt		-	-
Årets resultat		-194 941	-483 109
Resultat per aktie (SEK)	Not 9	-15,20	-37,70

KASSAFLÖDESANALYS

		(kSEK)	
		2001/2002	2000/2001
Den löpande verksamheten			
Utdelningar		11 281	24 123
Övriga rörelseintäkter		13	19
Förvaltningskostnader		-11 350	-11 955
Rörelseresultat		-56	12 187
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet		-835	1 738
Erhållen ränta/betald ränta, netto		2 812	2 951
Betald inkomstskatt		-	-
Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapitalet		1 921	16 876
Förändringar av rörelsekapitalet			
Ökning (+)/minskning (-) av kortfristiga skulder		-136	276
Kassaflöde från den löpande verksamheten		1 785	17 152
Investeringsverksamheten			
Köp av värdepapper		-379 897	-529 462
Försäljning av värdepapper		352 298	571 225
Investeringar i maskiner och inventarier		-137	-39
Kassaflöde från investeringsverksamheten		-27 736	41 724
Finansieringsverksamheten			
Utbetald utdelning		-44 800	-70 400
Kassaflöde från finansieringsverksamheten		-44 800	-70 400
Ökning (+)/minskning (-) av likvida medel		-70 751	-11 524
Likvida medel vid årets början		103 883	115 407
Likvida medel vid årets slut		33 132	103 883

BALANSRÄKNING

	(kSEK)	2002-08-31	2001-08-31
TILLGÅNGAR			
Anläggningstillgångar			
<i>Materiella anläggningstillgångar</i>			
Inventarier	Not 7	398	498
<i>Finansiella anläggningstillgångar</i>			
Värdepappersinnehav	Not 8	519 480	704 648
Summa anläggningstillgångar		519 878	705 146
Omsättningstillgångar			
Oreglerade likvider för sålda värdepapper		0	0
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter		1 226	2 676
Kassa och bank		33 132	103 883
Summa omsättningstillgångar		34 358	106 559
Summa tillgångar		554 236	811 705
EGET KAPITAL OCH SKULDER			
Eget kapital			
<i>Bundet eget kapital</i>			
Aktiekapital		128 000	128 000
Reservfond		192 000	192 000
Summa bundet eget kapital		320 000	320 000
<i>Fritt eget kapital</i>			
Balanserad vinst		426 755	954 664
Årets resultat		-194 941	-483 109
Summa fritt eget kapital		231 813	471 555
Summa eget kapital		551 813	791 555
Kortfristiga skulder			
Oreglerade likvider för köpta värdepapper		299	16 649
Upplupna kostnader		1 838	3 079
Övriga kortfristiga skulder		286	422
Summa kortfristiga skulder		2 423	20 150
Summa eget kapital och skulder		554 236	811 705
Ställda säkerheter	Not 10	13 600	19 400
Ansvarsförbindelser		-	2 994

BOKSLUTSKOMMENTARER

Redovisningsprinciper

Svolders redovisning har upprättats i enlighet med den svenska årsredovisningslagen (ÅRL), med undantag för värdepappersinnehaven som värderas till marknadsvärde (i enlighet med IAS 39). En redovisning som värderar värdepappersportföljen enligt lägsta värdets princip (ÅRL) presenteras på sidorna 54–58.

Bolaget följer i övrigt Redovisningsrådets rekommendationer.

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

Svolder redovisar värdepappersinnehaven till marknadsvärde. Periodens förändringar i marknadsvärde redovisas i resultaträkningen som en del av ”resultat från värdepapper”.

Tillgångar och skulder i utländsk valuta värderas till balansdagens kurser.

Intäkter

Svolder tillämpar en strikt kontantprincip för redovisning av mottagen utdelning. Utdelning har inte i något fall anteciperats.

Varje värdepapperstransaktion har en affärsdag och en likviddag. Affärsdagen motsvarar den dag transaktionen genomförs och likviddagen den dag då likvid avseende affären utväxlas. Likviddagen inträffar i regel ett par dagar efter affärsdagen. Vid avyttring av värdepapper bokförs försäljningsintäkten och realisationsresultatet på affärsdagen. Avgifter som erläggs i samband med en avyttring (främst courtage) reducerar försäljningslikviden och därmed realisationsresultatet.

Realisationsvinster/förluster på sålda värdepapper är beräknade enligt genomsnittsmetoden.

Leasing

Svolders ingångna leasingavtal har klassificerats som operationella leasingavtal. Operationella leasingavtal innebär att leasingavgiften kostnadsförs under löptiden, med utgångspunkt från nyttjandet, vilket kan skilja sig åt från vad som defacto erlagts under året. Svolder har inte ingått några leasingavtal som har klassificerats som finansiella.

Inkomstskatter

För investmentföretag utgår ingen bolagsskatt så länge utdelningen minst uppgår till summan av utdelningsintäkter, andra finansiella intäkter, en schablonintäkt motsvarande 1,5 procent av marknadsvärdet av värdepappersportföljen vid räkenskapsårets början minskat med finansiella kostnader samt övriga omkostnader.

Mot bakgrund av dessa skatteregler och Svolders utdelningspolicy redovisar Svolder en effektiv skattesats som bör uppgå till noll. Av samma anledning redovisas ingen uppskjuten skatt hänförlig till temporära skillnader.

Not 1 Ersättning till styrelseledamöter och VD

Till styrelsens ledamöter har, i enlighet med bolagsstämmobeslut, utgått 510 (510) kSEK i styrelsearvode. Styrelsens ordförande har därvid erhållit 150 (150) kSEK och övriga ledamöter vardera 90 (90) kSEK. Styrelsen och Verkställande direktören omfattas av en ansvarsförsäkring, vilken bekostas av bolaget. Premien uppgick till 98 (88) kSEK för räkenskapsåret.

Uppsägningstiden för VD i bolaget är sex månader från VD:s sida och tjugofyra månader från bolagets. Under uppsägningstiden utgår månadslön enligt gällande anställningsavtal. VD:s 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 0 (600) kSEK. VD:s samlade ersättning från bolaget har under verksamhetsåret varit 1 536 (2 129), jämte premier för tjänstepension som följer ITP-plan.

Till ovanstående arvoden och ersättningar tillkommer sociala kostnader.

Not 2 Incitamentsprogram

Svolders styrelse har lämnat ett erbjudande till Svolders anställda att medverka i ett sk incitamentsprogram som 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 (benämnt ”performancebidrag” eller ”prestationsbidrag”) och i andra hand för, enligt styrelsens uppfattning, prestationer särskilt ägnade att skapa värden för bolagets aktieägare. Detta omfattar 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 primärt Carnegie Small Cap Index (CSX).

Bonus fördelas på anställd personal av styrelsen efter förslag från en ersättningskommitté bestående av styrelsens ordförande, verkställande direktören och en representant för den kapitalmässigt största aktieägaren. Prestationsbidrag 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 0 (1 200) kSEK gjorts.

	(kSEK)	2001/2002	2000/2001
Not 3	Förvaltningskostnader		
	Personalkostnader (inkl. styrelsearvode)	6 047	6 680
	Övriga förvaltningskostnader	5 066	5 056
	Avskrivningar	237	219
		11 350	11 955
	Till KPMG har 2001/2002 utbetalats 150 kSEK i revisionsarvode, samt 125 kSEK för övriga tjänster.		
	Operationella leasingavtal		
	Lokaler	775	759
			Mellan ett och fem år
	Avtalade framtida utgifter	Inom ett år	
	Lokaler	991	3 039
Not 4	Anställda och personalkostnader	2001/2002	2000/2001
	Medeltalet anställda under verksamhetsåret	5	5
	Varav kvinnor	2	2
	Antal anställda vid verksamhetsårets slut	6	5
	Varav kvinnor	2	2
	<i>Löner och andra arvoden</i>		
	Styrelse	510	510
	Verkställande direktör	1 536	1 529
	Övriga anställda	1 889	1 628
	<i>Incitamentsprogram</i>		
	Verkställande direktör	-	600
	Övriga anställda	-	304
	<i>Sociala kostnader</i>		
	Styrelse	167	167
	Verkställande direktör	504	699
	Övriga anställda	581	591
	<i>Pensionskostnader</i>		
	Verkställande direktör	316	289
	Övriga anställda	389	300
	<i>Övriga personalkostnader</i>	155	63
		6 047	6 680
Not 5	Ränteintäkter och liknande resultatposter		
	Ränteintäkter bank	1 560	3 535
		1 560	3 535
Not 6	Räntekostnader och liknande resultatposter		
	Bankkostnader	-28	-27
		-28	-27
Not 7	Materiella anläggningstillgångar		
	<i>Maskiner och inventarier</i>		
	Ingående anskaffningsvärden	1 118	1 080
	Inköp	137	38
	Akkumulerade anskaffningsvärden	1 255	1 118
	Ingående avskrivningar	-620	-401
	Årets avskrivning	-237	-219
	Akkumulerade avskrivningar enligt plan	-857	-620
	Redovisat värde vid årets slut	398	498

Not 8 Värdepappersportföljen

	Antal (st)	Kurs (SEK)	Marknads- ¹⁾ värde (kSEK)
Affärsstrategerna B	553 200	3,50	1 936
Axis	1 876 000	16,10	30 204
Ballingslöv	407 600	58,00	23 641
Beijer Alma B	862 200	57,00	49 145
Beijer Electronics	845 000	54,00	45 630
Besthand Holding	5 406 976	2,45	13 247
Besthand, konv. lån, nom. ²⁾	1 200 000	100%	1 200
Boss Media	900 000	4,30	3 870
BTS Group B	451 400	29,00	13 091
Bure Equity	1 191 500	16,00	19 064
Carnegie	108 000	78,00	8 424
Dimension	825 000	3,82	3 151
Frontec B	2 000 000	4,65	9 300
Geveko B	72 400	93,00	6 733
LGP Telecom	900 000	30,10	27 090
Micronic	321 900	74,50	23 982
Mind	32 000	0,00	0
NeoNet	895 100	11,40	10 204
Nolato B	1 671 100	34,00	56 817
ProfilGruppen B	500 000	46,00	23 000
Readsoft B	1 066 500	7,65	8 159
Semcon	900 000	23,00	20 700
SSAB A	120 000	94,50	11 340
SwitchCore	1 400 000	5,65	7 910
Telelogic	5 531 000	6,75	37 334
Teligent	287 000	9,90	2 841
Trelleborg B	180 000	84,50	15 210
TurnIT B	1 913 627	3,16	6 047
TurnIT, TR	561 000	0,01	6
XponCard	306 900	131,00	40 204
Totalt portföljvärde			519 480

Anskaffningsvärde värdepappersportfölj 1 145 538 kSEK

Orealiserad värdeförändring –626 058 kSEK

Redovisat värde värdepappersportfölj 519 480 kSEK

¹⁾ Vid beräkning av marknadsvärden 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.

Aktieinnehavet i Mind har värderats till 0 mot bakgrund av att bolagets vinstgenereringsförmåga och finansiella ställning bedömts som osäker samt att aktien efter 2002-06-30 avnoterats från Stockholmsbörsen.

²⁾ Konvertibelt förlagsbevis 2001/2003 i Besthand Holding AB om nominellt 1 200 kSEK, 1% samt konverteringskurs om 1 SEK (senast 2003-12-31).

Not 9 **Eget kapital**

(kSEK)	Aktie- kapital	Reserv- fond	Balanserad vinst	Årets resultat	Totalt
Belopp vid årets ingång	128 000	192 000	954 664	-483 109	791 555
Vinstdisposition	0	0	-483 109	483 109	0
Utdelning	0	0	-44 800	0	-44 800
Årets resultat				-194 941	-194 941
	128 000	192 000	426 755	-194 941	551 814

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

Aktietyp	Röstetal	Antal
A	10	1 874 276
B	1	10 925 724
		12 800 000

Under verksamhetsåret har 30 500 A-aktier omstämplats till B-aktier efter ansökan hos bolagets styrelse.

	2001/2002	2000/2001
Resultat per aktie (SEK)	-15,20	-37,70

Inga optionsprogram eller liknande finns som kan föranleda en utspädning av resultatet per aktie.

Not 10 **Ställda pant**

Avser 400 000 aktier i Nolato AB i pant som säkerhet för checkkredit.

REVISORSYTTRANDE

Yttrande på uppdrag av styrelsen i Svolder AB (publ)

Vi har granskat redovisningen som utgörs av sidorna 46–52 för Svolder AB (publ) avseende räkenskapsåret 2001-09-01–2002-08-31. Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna. Vårt ansvar är att uttala oss om redovisningen 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 redovisningen 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 redovisningen.

Vi anser att vår revision ger oss rimlig grund för vårt uttalande nedan.

Enligt vår uppfattning ger redovisningen en rättvisande bild av bolagets resultat och ställning i enlighet med de redovisningsprinciper som presenteras på sidan 48.

Stockholm den 15 oktober 2002

THOMAS THIEL
Auktoriserad revisor

GEORGE PETERSSON
Auktoriserad revisor

RESULTATRÄKNING (ÅRL)

		(kSEK)	
		2001/2002	2000/2001
Resultat från värdepappersförvaltning			
Utdelningar		11 281	24 123
Resultat från värdepapper		-196 417	-498 804
Övriga rörelseintäkter		13	19
Resultat från värdepappersförvaltning		-185 123	-474 662
Förvaltningskostnader	Not 3,4	-11 350	-11 955
Rörelseresultat		-196 473	-486 617
Finansiella intäkter och kostnader			
Ränteintäkter och liknande resultatposter	Not 5	1 560	3 535
Räntekostnader och liknande resultatposter	Not 6	-28	-27
Resultat efter finansiella poster		-194 941	-483 109
Skatt		-	-
Årets resultat		-194 941	-483 109
Resultat per aktie (SEK)	Not 9	-15,20	-37,70

KASSAFLÖDESANALYS (ÅRL)

		(kSEK)	
		2001/2002	2000/2001
Den löpande verksamheten			
Utdelningar		11 281	24 123
Övriga rörelseintäkter		13	19
Förvaltningskostnader		-11 350	-11 955
Rörelseresultat		-56	12 187
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet		-835	1 738
Erhållen ränta/betald ränta, netto		2 812	2 951
Betald inkomstskatt		-	-
Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapitalet		1 921	16 876
Förändringar av rörelsekapitalet			
Ökning (+)/minskning (-) av kortfristiga skulder		-136	276
Kassaflöde från den löpande verksamheten		1 785	17 152
Investeringsverksamheten			
Köp av värdepapper		-379 897	-529 462
Försäljning av värdepapper		352 298	571 225
Investeringar i maskiner och inventarier		-137	-39
Kassaflöde från investeringsverksamheten		-27 736	41 724
Finansieringsverksamheten			
Utbetald utdelning		-44 800	-70 400
Kassaflöde från finansieringsverksamheten		-44 800	-70 400
Ökning (+)/minskning (-) av likvida medel		-70 751	-11 524
Likvida medel vid årets början		103 883	115 407
Likvida medel vid årets slut		33 132	103 883

BALANSRÄKNING (ÅRL)

	(kSEK)	2002-08-31	2001-08-31
TILLGÅNGAR			
Anläggningstillgångar			
<i>Materiella anläggningstillgångar</i>			
Inventarier	Not 7	398	498
<i>Finansiella anläggningstillgångar</i>			
Värdepappersinnehav	Not 8	519 480	704 648
Summa anläggningstillgångar		519 878	705 146
Omsättningstillgångar			
Oreglerade likvider för sålda värdepapper		0	0
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter		1 226	2 676
Kassa och bank		33 132	103 883
Summa omsättningstillgångar		34 358	106 559
Summa tillgångar		554 236	811 705
EGET KAPITAL OCH SKULDER			
Eget kapital			
<i>Bundet eget kapital</i>			
Aktiekapital		128 000	128 000
Reservfond		192 000	192 000
Summa bundet eget kapital		320 000	320 000
<i>Fritt eget kapital</i>			
Balanserad vinst		426 755	954 664
Årets resultat		-194 941	-483 109
Summa fritt eget kapital		231 813	471 555
Summa eget kapital		551 813	791 555
Kortfristiga skulder			
Oreglerade likvider för köpta värdepapper		299	16 649
Upplupna kostnader		1 838	3 079
Övriga kortfristiga skulder		286	422
Summa kortfristiga skulder		2 423	20 150
Summa eget kapital och skulder		554 236	811 705
Ställda säkerheter	Not 10	13 600	19 400
Ansvarsförbindelser		-	2 994

BOKSLUTSKOMMENTARER (ÅRL)

Redovisningsprinciper

Årsredovisningen har upprättats i enlighet med årsredovisningslagen.

En redovisning som konsekvent värderar värdepappersinnehaven till marknadsvärde, i överensstämmelse med IAS 39, återfinns på sidorna 46–52.

Bolaget följer Redovisningsrådets rekommendationer.

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

Värdepappersinnehavet är bokfört till det lägsta av anskaffningsvärde och marknadsvärde utifrån en kollektiv värdering av det samlade innehavet. I det fall nedskrivning krävs utifrån denna kollektiva värdering sker sådan nedskrivning pro rata på de värdepapper där marknadsvärdet understiger bokfört värde. Nedskrivningar som belastat värdepappersinnehaven redovisas i resultaträkningen som en del av ”resultat från värdepapper”.

Tillgångar och skulder i utländsk valuta värderas till balansdagens kurser.

Intäkter

Svolder tillämpar en strikt kontantprincip för redovisning av mottagen utdelning. Utdelning har inte i något fall anteciperats.

Varje värdepapperstransaktion har en affärsdag och en likviddag. Affärsdagen motsvarar den dag transaktionen genomförs och likviddagen den dag då likvid avseende affären utväxlas. Likviddagen inträffar i regel ett par dagar efter affärsdagen. Vid avyttring av värdepapper bokförs försäljningsintäkten och realisationsresultatet på affärsdagen. Avgifter som erläggs i samband med en avyttring (främst courtage) reducerar försäljningslikviden och därmed realisationsresultatet.

Realisationsvinster/förluster på sålda värdepapper är beräknade enligt genomsnittsmetoden.

Leasing

Svolders ingångna leasingavtal har klassificerats som operationella leasingavtal. Operationella leasingavtal innebär att leasingavgiften kostnadsförs under löptiden, med utgångspunkt från nyttjandet, vilket kan skilja sig åt från vad som defacto erlagts under året. Svolder har inte ingått några leasingavtal som har klassificerats som finansiella.

Inkomstskatter

För investmentföretag utgår ingen bolagsskatt så länge utdelningen minst uppgår till summan av utdelningsintäkter, andra finansiella intäkter, en schablonintäkt motsvarande 1,5 procent av marknadsvärdet av värdepappersportföljen vid räkenskapsårets början, minskat med finansiella kostnader samt övriga omkostnader.

Mot bakgrund av dessa skatteregler och Svolders utdelningspolicy redovisar Svolder en effektiv skattesats som bör uppgå till noll. Av samma anledning redovisas ingen uppskjuten skatt hänförlig till temporära skillnader.

- Not 1 **Ersättning till styrelseledamöter och VD**
Se not 1 sidan 49.
- Not 2 **Incitamentsprogram**
Se not 2 sidan 49.
- Not 3 **Förvaltningskostnader**
Se not 3 sidan 50.
- Not 4 **Anställda och personalkostnader**
Se not 4 sidan 50.
- Not 5 **Ränteutgifter och liknande resultatposter**
Se not 5 sidan 50.
- Not 6 **Räntekostnader och liknande resultatposter**
Se not 6 sidan 50.
- Not 7 **Materiella anläggningstillgångar**
Se not 7 sidan 50.

Not 8 Värdepappersportföljen

	Antal (st)	Bokfört värde/aktie	Bokfört värde	Kurs (SEK)	Marknads- ¹⁾ värde (kSEK)
Affärsstrategerna B	553 200	3,74	2 070	3,50	1 936
Axis	1 876 000	16,25	30 476	16,10	30 204
Ballingslöv	407 600	58,32	23 770	58,00	23 641
Beijer Alma B	862 200	57,57	49 633	57,00	49 145
Beijer Electronics	845 000	54,52	46 068	54,00	45 630
Besthand Holding	5 406 976	2,45	13 247	2,45	13 247
Besthand, konv. lån, nom. ²⁾	1 200 000	100 %	1 200	100 %	1 200
Boss Media	900 000	4,63	4 170	4,30	3 870
BTS Group B	451 400	29,15	13 160	29,00	13 091
Bure Equity	1 191 500	16,51	19 671	16,00	19 064
Carnegie	108 000	78,71	8 501	78,00	8 424
Dimension	825 000	4,31	3 556	3,82	3 151
Frontec B	2 000 000	4,81	9 629	4,65	9 300
Geveko B	72 400	93,73	6 786	93,00	6 733
LGP Telecom	900 000	30,82	27 736	30,10	27 090
Micronic	321 900	76,41	24 598	74,50	23 982
Mind	32 000	0,00	0	0,00	0
NeoNet	895 100	11,54	10 329	11,40	10 204
Nolato B	1 671 100	34,75	58 078	34,00	56 817
ProfilGruppen B	500 000	46,41	23 204	46,00	23 000
Readsoft B	1 066 500	8,03	8 561	7,65	8 159
Semcon	900 000	23,41	21 068	23,00	20 700
SSAB A	120 000	94,98	11 398	94,50	11 340
SwitchCore	1 400 000	5,81	8 139	5,65	7 910
Telelogic	5 531 000	6,78	37 506	6,75	37 334
Teligent	287 000	10,46	3 001	9,90	2 841
Trelleborg B	180 000	84,72	15 250	84,50	15 210
TurnIT B	1 913 627	3,42	6 543	3,16	6 047
TurnIT, TR	561 000	0,00	0	0,01	6
XponCard	306 900	104,70	32 132	131,00	40 204
Summa			519 480		519 480

Anskaffningsvärde värdepappersportfölj 1 145 538 kSEK

Ingående nedskrivningar -452 533 kSEK

Årets nedskrivningar -173 525 kSEK

Utgående bokfört värde värdepappersportfölj 519 480 kSEK

¹⁾ Vid beräkning av marknadsvärden har senaste betalkurs för värdepapperen per balansdagen använts. Om betalkurs saknas har värdepapperens köpkurs per balansdagen använts.

För onoterade aktieinnehav beräknas värdet enligt EVCAAs (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.

Aktieinnehavet i Mind har värderats till 0 mot bakgrund av att bolagets vinstgenereringsförmåga och finansiella ställning bedömts som osäker samt att aktien efter 2002-06-30 avnoterats från Stockholmsbörsen.

²⁾ Konvertibelt förlagsbevis 2001/2003 i Besthand Holding AB om nominellt 1 200 kSEK, 1% samt konverteringskurs om 1 SEK (senast 2003-12-31).

Not 9 Eget kapital

Se not 9 sidan 52.

Not 10 Ställda panter

Se not 10 sidan 52.

REVISIONSBERÄTTELSE

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

Vi har granskat årsredovisningen som utgörs av sidorna 43–45 och 54–58, bokföringen samt styrelsens och verkställande direktörens förvaltning i Svolder AB (publ) för räkenskapsåret 2001-09-01–2002-08-31. 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 ersättningskyldig mot bolaget. Vi har även granskat om någon styrelseledamot eller verkställande direktören på annat sätt har handlat i strid med aktiebolagslagen, årsredovisningsslagen eller bolagsordningen. Vi anser att vår revision ger oss rimlig grund för våra uttalanden nedan.

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

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 15 oktober 2002

THOMAS THIEL
Auktoriserad revisor

GEORGE PETERSSON
Auktoriserad revisor



Mats Ola Palm



Mats Guldbbrand



Karin Kronstam



Ulf Hedlundh



Eric Hielte



Håkan Bohlin

STYRELSE

MATSOLA PALM

Askim, f 1941.
Ingenjör.
Ordförande.
Invald 2000.
Övriga styrelseuppdrag:
Scribona AB, Folkspel AB,
Intra USA Inc. (USA) och
One-Swoop Ltd. (UK).
Aktieinnehav: 10 000 B-aktier.

KARIN KRONSTAM

Billdal, f 1950.
MBA.
Invald 1993.
Övriga styrelseuppdrag:
Lernia AB, 3:e AP-fonden,
TurnIT AB, Prolivia AB
och GF Konsult AB.
Aktieinnehav: 3 000 B-aktier.

ERIC HIELTE

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

MATS GULDBRAND

Stockholm, f 1945.
Civilekonom.
Aktiechef AMF Pension.
Invald 1994.
Övriga styrelseuppdrag:
Stiftelsen Gustav V:s
jubileumsfond.
Aktieinnehav: 8 000 B-aktier.

ULF HEDLUNDH

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

STYRELSENS SEKRETERARE

MAGNUS MOLIN

Nacka, f 1961.
Civilekonom.
Analysansvarig.
Sekreterare sedan 1998.
Aktieinnehav: 2 200 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.
Vald 1994.

HELENE WILLBERG

Täby, f 1967.
Auktoriserad revisor.
KPMG.
Vald 2000.

MEDARBETARE



Från vänster: Lotta Nyblin Eriksson, Magnus Molin, Johan Forslund, Ulf Hedlundh, Pontus Ejderhamn och Sari Österberg.

ULF HEDLUNDH

f 1960.
Civilekonom.
Verkställande direktör/förvaltare.
Branschansvar: industri, finans.
På Svolder sedan: 1993.
Arbetat på finansmarknaden sedan: 1983.
Aktieinnehav: 2 000 B-aktier.

PONTUS EJDERHAMN

f 1967.
Gymnasieekonom.
Administrativt ansvarig/förvaltare.
Branschansvar: industri, IT, tjänster.
På Svolder sedan: 1998.
Arbetat på finansmarknaden sedan: 1998.
Aktieinnehav: 0 aktier.

JOHAN FORSLUND

f 1964.
Civilekonom, ingenjör.
Analytiker/förvaltare.
Branschansvar: industri, hälsovård, IT, telekom, media.
På Svolder sedan: 2002.
Arbetat på finansmarknaden sedan: 1989.
Aktieinnehav: 1 000 B-aktier.

MAGNUS MOLIN

f 1961.
Civilekonom.
Analysansvarig/förvaltare.
Branschansvar: råvaror, industri, konsumentvaror, telekom.
På Svolder sedan: 1994.
Arbetat på finansmarknaden sedan: 1987.
Aktieinnehav: 2 200 B-aktier.

LOTTA NYBLIN ERIKSSON

f 1965.
Administration/sekreterare.
På Svolder sedan: 2000.
Arbetat på finansmarknaden sedan: 2000.
Aktieinnehav: 0 aktier.

SARI ÖSTERBERG

f 1969.
Ekonomi- och redovisningsansvarig.
På Svolder sedan: 2000.
Arbetat på finansmarknaden sedan: 2000.
Aktieinnehav: 200 B-aktier.



SVOLDERS HEMSIDA

HAR DEN SENASTE INFORMATIONEN

- Börskursen med jämförelser mot Carnegie Small Cap Index och Affärsvärldens generalindex.
- Substansvärdet presenteras veckovis varje måndag.
- Pressmeddelanden med möjlighet att prenumerera 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.

www.svolder.se



SVOLDER AB (publ)

Birger Jarlsgatan 13 • Box 70431 • 107 25 Stockholm

Telefon 08-440 3770 • Fax 08-440 3778

www.svolder.se

