




SVOLDER

ÅRSREDOVISNING 2002/2003



SVOLDER

Svolder är platsen för det sjöslag år 1000
då Sven Tveskägg och Olof Skötkonung
besegrade den norske kungen Olav Tryggvason,
varvid ett enat nordiskt rike bildades.
Platsens läge är omtvistat men är sannolikt
i närheten av ön Ven i Öresund.

OMSLAGSBILD: MAX BROUWERS

SVOLDER ÅRSREDOVISNING

Bolagsstämma och ekonomisk information	4
Året i korthet	5
VD har ordet	6
Svolderaktien	8
Förvaltning och styrning	10
– Portföljpolitik	11
Marknadskommentar	12
Analys av värdeförändringen	14
Portföljförändringar 2002/2003	20
Aktieportföljen 2003-08-31	23
Portföljinriktning 2003/2004	24
Riskanalys	29
Frivillig likvidation och skatteregler	31
Innehav	33
Förvaltningsberättelse	41
Resultaträkning och kassaflödesanalys	44
Balansräkning	45
Bokslutskommentarer och noter	46
Revisorsyttrande	49
Räkenskaper enligt ÅRL	50
Revisionsberättelse	57
Definitioner	58
Femårsöversikt	59
Styrelse och revisorer	60
Medarbetare	62

BOLAGSSTÄMMA

Ordinarie bolagsstämma hålls onsdagen den 19 november 2003 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 söndagen den 9 november 2003 (på grund av mellankommande veckoslut måste omregistrering ske senast fredagen den 7 november 2003).
- 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 fredagen den 14 november 2003. Anmälan kan även göras via hemsidan på www.svolder.se eller via e-post: 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 7 november 2003.

Utdelning

Som avstämningsdag för utdelning föreslås måndagen den 24 november 2003. Om bolagsstämman beslutar enligt förslaget beräknas utdelningen sändas ut genom VPCs försorg torsdagen den 27 november 2003.

EKONOMISK INFORMATION

- 19 november 2003
Ordinarie bolagsstämma
- 15 december 2003
Delårsrapport I, 1 september–30 november 2003
- Mitten av mars 2004
Delårsrapport II, 1 september 2003–29 februari 2004
- Mitten av juni 2004
Delårsrapport III, 1 september 2003–31 maj 2004
- Slutet av september 2004
Bokslutskommuniké för 1 september 2003–31 augusti 2004
- Månadsskiftet oktober–november 2004
Årsredovisning för 2003/2004

Delårsrapporter på engelska finns tillgängliga på Svolders hemsida.

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

ÅRET I KORTHET

1 SEPTEMBER 2002–31 AUGUSTI 2003

- Substansvärdet har under året ökat med 1,0 procent till 41,30 SEK per aktie. Samtidigt steg småbolagsindex CSX med 15,8 procent. Förändringarna inkluderar utdelning.
- Börskursen för B-aktien föll 7,2 procent, justerat för lämnad utdelning, till 38,60 SEK per aktie. Den så kallade substansvärderabatten var på balansdagen 6,5 procent.
- Styrelsen föreslår en utdelning om 2,25 SEK per aktie.
- Substansvärde och aktiekurs den 10 oktober 2003 uppgick till 42 respektive 45 SEK per aktie.

NYCKELTAL – TRE VERKSAMHETSÅR

	2002/2003		2001/2002		2000/2001	
	SEK/aktie	%	SEK/aktie	%	SEK/aktie	%
Substansvärdets förändring	0,40	1,0	-15,20	-24,6	-37,70	-35,9
Aktiens totalavkastning	-3,20	-7,2	-24,00	-33,6	-8,00	-9,4
Carnegie Small Cap Index		15,8		-9,6		-34,5
Affärsvärldens generalindex		14,6		-26,8		-35,3
Resultat efter skatt	0,40		-15,20		-37,70	
Utdelning/direktavkastning	2,25	5,8	2,25	5,1	3,50	4,9
Antal aktier; miljoner	12,8		12,8		12,8	

Definitioner av nyckeltal redovisas på sidan 58.

Nyckeltalen är beräknade utifrån marknadsvärdering samt i förekommande fall justerade för fondemission 1:1, 2001-01-18.

Belopp per aktie är avrundade, förutom för utdelning, till hela tiotal ören.

Förändringar och index inkluderar utbetalad respektive beräknad aktieutdelning.

STÖRSTA PORTFÖLJINNEHAVEN 2003-10-10

Aktie	Substansvärde MSEK	Andel, %	Akkumulerad andel, %	Aktiekurs SEK/aktie	Känslighet ¹⁾ +/-10%	Väsentliga kommentarer
Nolato	63,7	11,8	11,8	49,00	0,50	sidan 37
Beijer Electronics	51,0	9,4	21,2	73,00	0,40	sidan 17
Trelleborg	44,9	8,4	29,6	110,50	0,35	sidan 39
Beijer Alma	38,1	7,0	36,6	49,00	0,30	sidan 18
Telelogic	36,3	6,7	43,3	8,45	0,28	sidan 17
Axfood	34,8	6,5	49,8	139,00	0,27	sidan 21
XPonCard	34,3	6,3	56,1	110,50	0,27	sidan 40

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

VD HAR ORDET



Svolders tionde verksamhetsår skall snart läggas till handlingarna, och det elfte har redan inletts. Tio år är en lång tid på en turbulent aktiemarknad och det kan vara på sin plats att göra såväl aktuella som historiska reflektioner. Verksamhetsåret 2002/2003 har som bekant präglats av en inledning i moll, men en avslutning i dur.

Tio år

Våren 1993 bjöd Alfred Berg Kapitalförvaltning in allmänheten att delta i bildandet av investmentbolaget Gungner – namngivet efter Odens träffsäkra spjut. Efter några mycket bekymmersamma år för nordiska börser och ekonomier hade särskilt de mindre börsbolagens aktier drabbats hårt. Ett antal institutioner, däribland AMF Pension, Banco Fonder och dåvarande Investment AB Bure, sköt tillsammans med 1700 privatpersoner till 320 MSEK för bildandet av ett börsbolag som enbart skulle placera i mindre och medelstora börsbolag. Investmentbolaget skapades med ”konkurrensutsatta” pengar, vilket inte varit vanligt historiskt. Mindre framgångsrikt var valet av bolagsnamn. Våra rådgivare hade missat att kontrollera namnregister eller att göra en registrering av en bifirma. Kanske ursäktades vi av att processen från idé till börsnotering tog mindre än fyra månader, sannolikt ett rekord i noteringssammanhang. Förvånade miner utspelade sig sedan när de nya aktieägarna fick ägarbevis och följebrev som angav att de fått

sig tilldelat aktier i Svolder AB – namngivet efter platsen för ett nordiskt sjöslag år 1000 då grunden för ett enat nordiskt rike lades.

Investmentbolag – en utmaning

Investmentbolag hade 1993 inget högt anseende bland placerare. Några institutioner lät oss inte ens presentera vår affärsidé och analys av den nordiska småbolagsmarknaden. Mycket av kritiken gällde maktambitioner, oklara affärsidéer och låg börsvärdering (”den sk investmentbolagsrabatten”). I stället för att resignera blev det i stället en utmaning att visa att förvaltning med fast förvaltningskapital mycket väl kan ske framgångsrikt. Grunden lades också för Svolders hörnstenar: informativ redovisning, avsaknad av maktambitioner samt förenklade möjligheter för aktieägarna att avveckla bolaget om man så önskar.

Förvaltningsresultatet har varierat. Under flera år under nittioalet var det bra eller mycket bra, men särskilt under senare år har prestationerna inte nått upp till interna och externa krav. Hörnstenarna har däremot varit konsistenta och uppskattats av aktiemarknaden. Svolder har under tioårsperioden handlats med en genomsnittlig rabatt om mindre än sex procent, beräknat från veckovärden. De senaste fem åren har den, i likhet med fjolåret, varit endast drygt fyra procent.

Oberoende till gagn för alla aktieägare

Avsaknaden av maktambitioner har inte inneburit att Svolders röst saknats i debatten när bolaget och indirekt dess aktieägare blivit orättvist eller inkorrekt behandlade. I tider då vissa förvaltares lojalitet gentemot uppdragsgivare, sparare och ägare ifrågasätts, tycker jag att det är på sin plats att markera att Svolders styrelse och ledning alltid värnat om samtliga aktieägare när det funnits risk för intressekonflikter. Det var också ett av skälen till att förvaltningsavtalet med Alfred Berg Kapitalförvaltning upphörde efter fem år. På samma sätt har värden för Svolders aktieägare skapats genom handlingskraftigt agerande vid exempelvis buden på Hasselfors, Skåne Gripen och Lindab. I andra situationer har vi däremot inte lyckats övertyga budgivare, säljare eller köpare av kontrollposter, alternativt deras rådgivare, att de borde tagit hänsyn till samtliga aktieägare och inte endast till sina egna intressen. Så var det tyvärr i fallen Liljeholmen, Gorthon Lines och Zeteco. Gemensam nämnare är att det bara varit A-aktierna som sålts. B-aktieägarna har ofrivilligt blivit deltagare i spelet ”Svälta räv”.

Svolders förvaltningsteam arbetar med ägarfrågor (”Corporate Governance”) när detta bedöms kunna vara

till gagn för bolagets aktieägare. Vår ambition är inte att avsätta styrelser och företagsledningar, vi önskar vara delägare i välskötta verksamheter med affärsmässig ledning och styrelse. Vanligtvis har det varit så, om än inte alltid.

Svolders informationsgivning skall präglas av öppenhet, tillförlitlighet, tillgänglighet och snabbhet. Bolagets tryckta publikationer har erhållit utmärkelser och jag tror inte det är att ta till överord att hävda, att Svolder har bidragit till en öppnare verksamhetsinformation bland svenska investmentbolag. Vi har även önskat anpassa redovisningen till en internationell omvärld, men ibland har inte föräldrade regelverk hunnit med.

Värdet av aktieutdelning

Viktigast är dock förvaltningsresultatet och att aktieägarna får del av detta. Hos Svolder har kapitalöverföringen mellan verksamhet och ägare skett genom aktieutdelning. Svolders utdelningspolicy ”minst fem procent av bolagets utgående substansvärde skall årligen tillföras aktieägarna i form av utdelning” har uppfyllts i såväl goda som dåliga tider. Om årets bolagsstämma godkänner styrelsens utdelningsförslag om 2,25 SEK per aktie, kommer cirka 430 MSEK eller 33,50 SEK per aktie, att ha utbetalats till bolagets aktieägare sedan bildandet. Detta visar att aktier som sparform är ett utmärkt instrument för att få del i den tillväxt som över tiden skapas i näringsliv och samhälle.

Olyckliga förvaltningsbeslut

Mycket av det som skapats under de senaste tio åren tycker jag därmed att det finns anledning att vara stolt över. Förvaltningsresultatet under senare år är däremot frustrerande, och då särskilt att aktiekurset har brutit. Ett antal strategiska förvaltningsbeslut under 1999 och 2000 har inte varit framgångsrika och har därför föranlett åtgärder.

Svolders förvaltningsorganisation har förstärkts och ansvarsfördelningen har delvis förändrats. Under de senaste två åren har också en koncentration skett av aktieportföljen. Den har skett under en av de svagaste börs-cykler på mycket länge. Antalet aktieinnehav har under dessa år minskat från 33 till 20. Andelen bolag med aktieutdelning har ökat markant och flera av innehaven är i bolag med stabil tillväxt, utdelningskapacitet och för småbolagsförvaltare rimlig aktielikviditet.

Under olika tidsperioder efterfrågas olika typer av aktier. Sett i det längre tidsperspektivet finns dock vinnarna vanligtvis bland de bolag som har förmågan att uppvisa obruten tillväxt i omsättning, resultat och utdelning. Förhoppningsvis kan en scenförändring nu också skönjas i förvaltningsarbetet. Aktieportföljens utveckling, i såväl absolut som relativt perspektiv, har varit mycket tillfredsställande under verksamhetsårets avslutning.

När tar förtroendekrisen slut?

Verksamhetsåret 2002/2003 inleddes med en mycket svag september och början av oktober. En sällan skådad utförsäljning av aktier blev effekten av att svenska och internationella livbolag kände sig tvingade att reducera

sin portföljrisk. Tidpunkten och sättet på vilket försäljningarna skett har väckt kritik. Riskpremierna på aktie-marknaderna har också successivt sjunkit sedan hösten 2002. Aktier är en långsiktig sparform, där långsiktigt kapital förväntas förvaltas på konsistent sätt. Det framstår som närmast omöjligt att ta igen betydande underkonso- lidering med hjälp av obligationsinnehav, när räntenivåer och inflation står på historiskt låga nivåer.

I fjolårets VD-ord betonade jag vikten för kapital- marknaden att dess företrädare kunde återskapa förtroende hos uppdragsgivare, allmänhet och myndig- heter. Detta mot bakgrund av den förtroendekris som uppstått i spåren av redovisningsskandaler i framför allt USA, men som även haft sina motsvarigheter i Sverige. Många medborgare – och då inte bara marknadsekon- omins kritiker – ifrågasätter idag värdet av det arbete som direktörer, revisorer, kapitalförvaltare, bankirer och ana- lytiker gör. Redovisningsskandaler och frågor kring bris- tande lojalitet förekommer tyvärr fortfarande. Jag tycker ändå att probleminsikten och förändringsviljan är stor bland näringslivets och kapitalmarknadens företrädare.

Tillväxten åter i fokus

Det har åter blivit accepterat att diskutera nödvändig- heten av tillväxt i svensk ekonomi. Uthållig tillväxt har historiskt bara skapats genom en lönsam konkurrens- utsatt sektor, dvs bland svenska tjänste- och industri- företag. Därom råder bred politisk enighet, som också bör vara gynnsam för de som sparar i aktier. Tillväxt kan dock inte beslutas fram, utan måste komma genom människors arbete och tillgång till riskvilligt kapital. En reformering av skatter på arbete och ägande är därför nödvändig.

Svolder laddar för nästa tioårsperiod. Några av oss har arbetat länge i företaget eller i dess styrelse, andra under en kortare tid. Därmed finns en värdefull kombination av kontinuitet och förändringsvilja. Bolagets ambition kvar- står oförändrad; långsiktig substansvärdetillväxt, succes- sivt utdelad till Er aktieägare.

Er tillgivne



Ulf Hedlundh, verkställande direktör

SVOLDERAKTIEN

Svolder investerar i marknadsnoterade aktier i svenska små och medelstora företag med marknadsvärden huvudsakligen 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) – småbolagsindex. Aktieurvalet omfattar ca 240 bolag med ett sammanlagt börsvärde i augusti 2003 om ca 300 miljarder SEK, motsvarande ca 17 procent av det samlade svenska börsvärdet.

Placeringar som tidigare gjorts i enstaka icke noterade aktier 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. En noteringspost är 200 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 45,00 SEK och den lägsta var 26,40 SEK. På balansdagen var den senaste betalkursen 38,60 SEK. Aktiekursen uppvisar en större rörlighet än för CSX. Kursutvecklingen under verksamhetsåret var betydligt sämre än den för småbolagsindex. Köpkursen för Svolders A-aktie var på balansdagen 37,10 SEK. Dessförinnan var senaste betalkurs för A-aktien 39,00 SEK den 27 augusti.

VÄRDEFÖRÄNDRING I PROCENT

	2002/2003	2001/2002	2000/2001
Svolders aktiekurs (B)			
Exklusive lämnad utdelning	-12,3	-38,6	-15,9
Inklusive lämnad utdelning	-7,2	-33,6	-9,4
Carnegie Small Cap Index			
Exklusive lämnade utdelningar	13,8	-11,6	-36,5
Inklusive beräknade utdelningar	15,8	-9,6	-34,5
Affärsvärldens generalindex			
Exklusive lämnade utdelningar	12,6	-28,8	-37,3
Inklusive beräknade utdelningar	14,6	-26,8	-35,3

Källa: SIX och Svolder

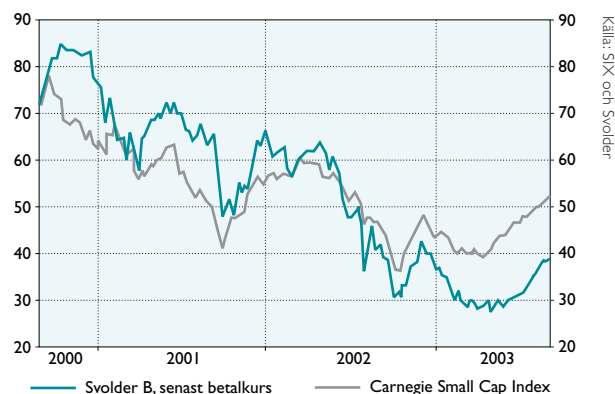
Svolderaktiens direktavkastning är årligen tre till fyra procentenheter högre än den för CSX. För att rättvisande beskriva aktiens utveckling har tabell och kursdiagram justerats för utdelning.

Aktieomsättning och ägarstruktur

Det institutionella ägandet har ökat andelen av röstetalet under det senaste verksamhetsåret. Enskilt ägande har minskat röstandelen till följd av att aktieägare i denna

grupp låtit stämpla om röststarka A-aktier till B-aktier. Antalet aktieägare har samtidigt minskat med drygt 200 st och utgör knappt 8 000 st.

AKTIEKURS OCH CSX



Källa: SIX och Svolder

AKTIEFÖRDELNING

Aktieslag	Antal aktier	% av totala antalet	Antal röster	% av totala rösterna
A	731 076	5,7	7 310 760	37,7
B	12 068 924	94,3	12 068 924	62,3
Totalt	12 800 000	100	19 379 684	100

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 2002/2003 har 1 143 200 A-aktier omstämplats. Av dessa står Ernströmgruppen för merparten.

AKTIEOMSÄTTNING (B-aktien)

	2002/2003	2001/2002	2000/2001
Genomsnittligt antal omsatta aktier/börsdag	6 371	10 656	9 291
Genomsnittlig omsättning per börsdag, kSEK	224	638	770
Genomsnittligt värde per avslut, kSEK	21	41	47
Antal aktier per avslut	593	691	564
Antal avslut per börsdag	11	15	16
Andel börsdagar med avslut i aktien, %	98	100	100
Andel av antalet aktier som omsatts, %	13	24	22

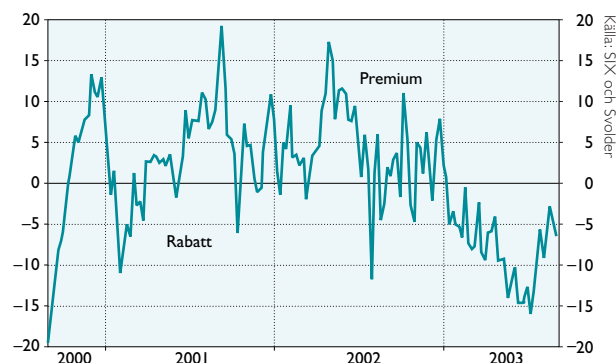
Värdena är i förekommande fall justerade för fondemission 1:1, 2001-01-18.
Källa: SIX och Stockholmsbörsen

Svolderaktiens serie B omsattes under 98 procent av verksamhetsårets börsdagar. Omsättningen mätt i antal aktier minskade. Den lägre börskursen har samtidigt lett till att den genomsnittliga omsättningen mätt i kronor sjunkit 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, omvärldsbetingelser och framtidsmöjligheter. Substansvärderingen har i Svolders fall under verksamhetsåret varierat mellan en rabatt på 16 procent och ett premium på 11 procent, med en genomsnittlig rabatt om drygt 4 procent. Substansvärderabatten på balansdagen var 6,5 procent.

SUBSTANSVÄRDERABATT/PREMIUM (%)



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 2003-06-30¹⁾

Ägare	A-aktier	B-aktier	Antal aktier	Förändring ²⁾	Röster %	Kapital %
Sjätte AP-fonden	437 900	1 398 100	1 836 000	-5 500	29,8	14,3
AMF Pension	20 000	1 171 200	1 191 200		7,1	9,3
Ernstströmgruppen		974 200	974 200		5,0	7,6
AMF Pension fonder		85 000	85 000	2 100	0,4	0,7
Svenska Röda Korset		80 000	80 000		0,4	0,6
Magnus Nilsson	33 000	35 000	68 000	3 000	1,9	0,5
Per Sjögren		56 800	56 800	5 000	0,3	0,4
Kathrine Rosengren	25 600	30 000	55 600		1,5	0,4
Ingeborg och Sven Hilding	45 000	10 000	55 000	2 000	2,4	0,4
Birgitta Wahling Bexhed		50 207	50 207	31 307	0,3	0,4
Summa tio största	561 500	3 890 507	4 452 007	37 907	49,0	34,8
Utl ägare och förvaltare	4 580	170 998	175 578	-25 848	1,1	1,4
Övriga (ca 7 950 st)	165 196	8 007 219	8 172 415	-12 059	49,8	63,8
Totalt	731 076	12 068 924	12 800 000	0	100	100

Röstetal per aktie

10 1

¹⁾ Andelen institutionellt ägande utgör ca 25 procent (25 procent) av aktiekapitalet och ca 38 procent (31 procent) av röstetalet.

²⁾ Innehavets förändring sedan 2002-06-30.

Källa: Värdepapperscentralen VPC AB, SIS Ägarservice AB samt kända förändringar efter 2003-06-30.

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 två ledamöter som är oberoende av de största ägarna och ingen anställd utöver bolagets verkställande direktör (VD) kan ingå i styrelsen. Aktieägare informeras i Delårsrapport III 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 aktieägares intresse. Styrelsen anser att det gemensamma ägarintresset bäst tillvaratas då portfölj- och övriga verksamhetsbeslut fattas självständigt. Därför har styrelsen sedan bolagets bildande fäst stor vikt vid integritetsfrågor och intressekonflikter, vilka inte är onaturliga på en liten finansiell marknad som den svenska.

Styrelsen fastslår en VD- respektive 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. 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 rapporteringstillfällena. Extra styrelsemöten förekommer vid behov. Härutöver sker löpande kontakter mellan styrelseledamöterna.

Redovisning och revision

Bolagets revisorer utför löpande revision i enlighet med god revisionsstandard i Sverige. Revisorerna får även 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 för 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 2,5 procent. Utöver nämnd kostnad kan kostnader tillkomma av incitamentsprogram.

Det är bolagets ambition att ha en förvaltningskostnad i linje med motsvarande kostnader för specialiserade aktiefonder av typen småbolagsfonder.

Ersättningsformer

Anställd personal har tecknat individuella anställningsavtal med bolaget. Ersättning ges i form av marknadsmissig fast lön, reglerad genom avtal och av styrelsen antagen kostnadsbudget. Styrelsen fastställer lön för VD, som i sin tur beslutar om löner för övriga anställda. Lönerrevision sker årsvis utom för VD, där den sker vart tredje år. Pensionspremier följer pensionsplan motsvarande ITP. VDs villkor framgår av sidan 53.

Svolders anställda omfattas 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. Aktuellt incitamentsprogram presenteras utförligt på sidan 53.

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 styrelserepresentation. 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 vanligtvis 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 aktieägares 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 konjunkturen, ränteförväntningar och valutabedömningar. Aktieportföljen är ingen indexportfölj. Vid uppbyggnaden av denna tas emellertid hänsyn till den portföljrisk som olika strategier och aktieurval kan medföra. 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
- öppen och korrekt informationsgivning
- aktiers omsättningsbarhet

Utvärdering

Målsättningen är att över tiden ha en bättre kapitalavkastning än marknaden för svenska små- och medelstora bolag. Denna mäts främst 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 substansvärdet. Eventuella avvikelser skall vara tillfälliga och endast vara motiverade om starka kommersiella hänsyn talar härför. Antalet portföljbolag är normalt 20–30 stycken.

Likviditet, valutor och belåningsmöjligheter

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.

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

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.

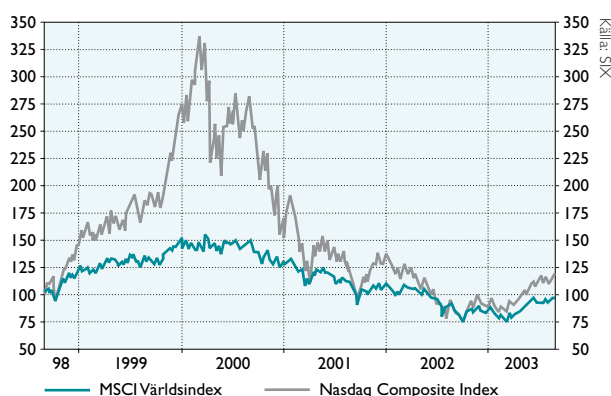
Derivat, garantier, aktieutlåning med mera

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.

MARKNADSKOMMENTAR

Under våren 2003 bröts den långa negativa börstrenden på världens aktiemarknader. Nedgången, som varade i tre år, blev därmed en historiskt mycket lång period. Den kan delvis ses som en reky på de långvariga och kraftiga börsuppgångar som kännetecknade senare delen av nittiotalet. Det är särskilt investerarnas inställning till aktier i tillväxtbolag som förändrats över tiden. Denna förändring syns tydligt i en jämförelse av de senaste årens utveckling för den amerikanska teknologibörsen Nasdaq med det breda världsmarknadsindexet MSCI.

VÄRLDSINDEX OCH NASDAQ (USD)



Global återhämtning

Världsinde MSCI steg under tolv månadersperioden med 9,0 procent mätt i USD. Nasdaq noterade en uppgång med hela 37,7 procent i samma valuta. Augusti blev den sjunde månaden i rad med stigande kurser på Nasdaq-börsen. Bilden blir mindre positiv om utvecklingen istället mäts i svenska kronor. Till följd av dollarkursens nedgång var exempelvis Världsinde oförändrat i svenska kronor mätt över verksamhetsåret. De index som kommenteras i detta avsnitt har inte justerats för underliggande utdelningar.

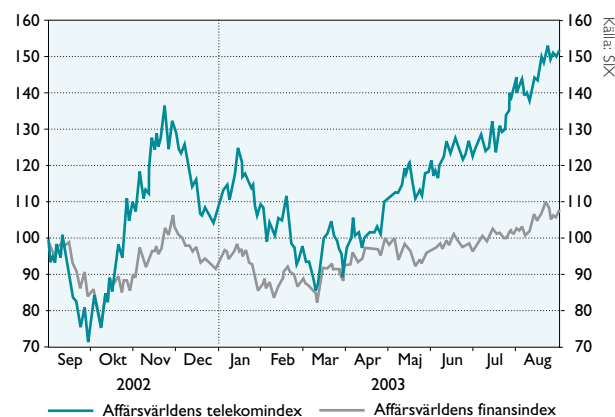
Den globala industrikonjunkturen har visat flera tecken på återhämtning under 2003 och de ekonomiska indikatorerna började peka uppåt. Det är framförallt den amerikanska ekonomin som förbättrats de senaste månaderna, men även i Japan och övriga Asien har en återhämtning noterats. Europeisk makrostatistik under perioden gav däremot inga tydliga signaler om någon varaktig konjunkturförbättring.

Uppåt på Stockholmsbörsen

Stockholmsbörsen, mätt som Affärsvärldens generalindex, steg under verksamhetsåret med 12,6 procent. Tillväxtorienterade aktier inom Telekom och Media var de huvudbranscher som gick kursmässigt bäst, medan tjänsteföretag, finans- och råvarubolag tillhörde de

svagaste sektorerna på börsen. Aktiemarknadens omvärdering av Ericssonaktien spelade stor roll för telekombranschens återhämtning, medan den mer mogna och konjunkturstabla finanssektorn tyngdes av sjunkande kurser för några av storbankerna.

TELEKOM OCH FINANS



Småbolagsmarknaden, mätt som CSX, steg 13,8 procent under tolv månadersperioden. Uppgången var något större än för aktiemarknaden som helhet. Småbolagen gick betydligt bättre än de större bolagen från månadsskiftet mars/april, då CSX senast nådde bottenivåer, fram till bokslutsdagen.

AFGX OCH CSX



Utvecklingen på Stockholmsbörsen har varit turbulent under det gångna året. Det inleddes med en mycket kraftig nedgång under september 2002, försäkrad främst av stora aktieförsäljningar från livförsäkringsbolag. Dessa upplevde att börsnedgången hade belastat deras förmögenhetsvärden i så hög utsträckning att de ansåg sig tvingade att reducera placeringstillgångarnas risk, genom att i stället köpa svenska och utländska obligationer. Aktiemarknaden normaliserades dock

under oktober och november för att under följande tremånadersperiod åter få vidkännas stora nedgångar. I mars bröts den negativa trenden och tilltron till aktiemarknaden började återvända.

Aktieplacernas ökade tillförsikt avseende bolagens framtida vinstutveckling var en viktig förklaring till återhämtningen. Det behövs emellertid en förbättrad efterfrågesituation på viktiga avsättningsmarknader för att lyfta företagets lönsamhet. Med tanke på de tre senaste årens hårda rationaliseringar i många börsbolag kan kommande försäljningsökningar ge stort genomslag på resultat och marginaler. Bränsle till uppgången kom också från successivt allt starkare kapitalflöden. Låga räntor och därmed låg avkastning på obligationer ledde till att investerare sålde dessa till förmån för aktier. Dessutom har stora nettoinflöden av sparkapital till aktiefonder givit stöd åt börsen. Minskad osäkerhet kring krig och politiska oroshärdar runt om i världen har likaså pressat ned riskpremien på aktieplaceringar till mer normala nivåer.

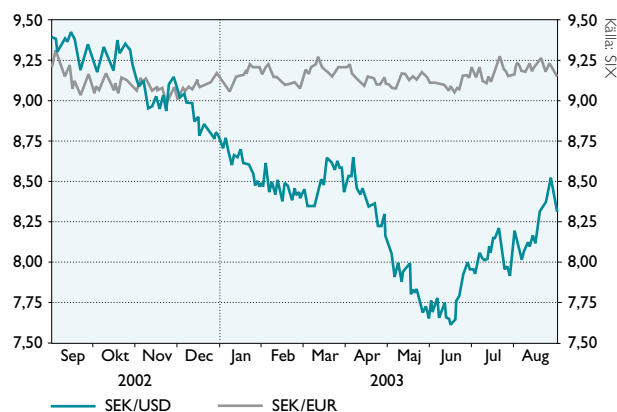
Kursuppgången sedan mars månad har lett till att värderingen på börsen stigit. Många börsföretag förbättrade sina resultat och kassaflöden under det första halvåret 2003. Dessa förbättringar har dock i de flesta fall uppnåtts genom minskade kostnader. Det var få branscher där ökad efterfrågan och intäkter bidragit till några resultatlyft. I halvårsrapporterna var företagen överlag försiktiga i sina kommentarer kring den förväntade försäljningsutvecklingen kommande kvartal.

Det växande aktieintresset kunde också avläsas i en stigande aktieomsättning på Stockholmsbörsen. Det normala säsongsmönstret med lägst omsättning under sommarmånaderna bröts och under augusti 2003 noterades den näst högsta genomsnittliga dagsomsättningen under verksamhetsåret. Ökad aktieomsättning för små- och medelstora bolag är positivt för Svolders möjligheter att genomföra önskade förändringar av portföljen.

Svagare dollar

Den senaste tolvmånadersperioden har också präglats av tvära kast i valutakurserna. Mätt över hela verksamhetsåret försvagades den amerikanska dollarn och det brittiska pundet mot den svenska kronan med 9 respektive 8 procent. Kursen på euron gentemot kronan har i princip varit oförändrad. Sammantaget förlorade svensk industri konkurrenskraft under perioden. Exportbolagens valutasäkringar har hittills dämpat en del av de negativa valutaeffekterna, men i kommande kvartalsrapporter lär framförallt dollarförsvagningen synas i börsbolagens resultat.

VALUTAFÖRÄNDRINGAR



Låga räntor

Sjunkande räntor, både på den korta och långa sidan, har verkat som en positiv kraft för aktiemarknaden under större delen av verksamhetsåret. Riksbanken har i likhet med centralbankerna i såväl USA som övriga Europa fört en expansiv penningpolitik i syfte att stimulera investeringar och tillväxt. De svenska räntorna med längre löptider bottnade under sommaren och började stiga i linje med ränteutvecklingen internationellt. Oron för deflation i omvärlden har skingrats i skenet av allt positivare ekonomisk statistik och en expansiv penningpolitik från den amerikanska centralbankens sida. Kortrräntorna fortsatte ned då Riksbanken sänkt styrräntan vid två tillfällen under sommarmånaderna. En brantare avkastningskurva, dvs fortsatt låga räntor på korta löptider samtidigt med successivt stigande långräntor, brukar stimulera bolagens investeringsvilja och vara en ledande indikator för kommande konjunkturuppgångar. Detta tolkas i sin tur positivt av aktieplacereare.

OBLIGATIONS RÄNTOR (%)



ANALYS AV VÄRDEFÖRÄNDRINGEN

Analysen av Svolders värdeförändring under verksamhetsåret 2002/2003 görs i två huvudsnitt.

Det första benämns "Relativ portföljanslys" och är ägnad att underlätta en bedömning av förvaltningsresultatet i relation till huvudsakligen småbolagsmarknadens utveckling, här definierad som Carnegie Small Cap Index (CSX). Eftersom Svolders placeringsuniversum även omfattar aktier med marknadsvärden mellan fem och tio miljarder SEK görs jämförelser också med Affärsvärldens generalindex (AFGX). Svolders aktieportfölj är ingen indexportfölj. Aktieurvalet grundas i stället på de individuella bolagens särskilda karakteristika, framtidsmöjligheter och värdering. Den del som bäst motsvarar detta synsätt presenteras i avsnittet "Absolut portföljanslys", med slutsatser utifrån resultat i SEK. Dessutom görs i detta sammanhang en analys som avspeglar utvecklingen av substansvärdet under de senaste två verksamhetsåren.

Relativ portföljanslys

Svolders jämförelseindex är huvudsakligen Carnegie Small Cap Index (CSX) – ett värdeviktat index som på balansdagen bestod av 212 svenska småbolagsaktier, fördelade på nio branscher och med ett samlat marknadsvärde om 168 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 knappt 4 700 MSEK (oktober 2003). Kapitalgränsen blir sålunda starkt beroende av kursutvecklingen för storföretag som H&M, Nokia, Den Danske Bank och Statoil. En portföljpolitik som uteslutande bygger på CSX blir ryckig, då underliggande aktier varierar i en oönskat hög takt. Svolder har därför successivt kommit att ha en mer flexibel inställning till värdegränser för innehaven och CSX som jämförelseindex, utan att för den skull ge avkall på bolagets inriktning mot aktier i svenska små och medelstora noterade bolag. För att även fånga upp övriga aktier som ingår i Svolders placeringsuniversum görs vissa jämförelser också med Affärsvärldens generalindex.

De två värdemässigt största branscherna i CSX utgörs av Industri och Finans. Branschen Industri består av en starkt heterogen grupp företag inom allt från byggverksamhet till sjötransporter och grafisk industri. Branschen Finans innehåller främst fastighetsbolag. Av det antal aktier som ingår i CSX består närmare hälften av industri- och IT-företag, där dock flertalet av de senare värdemässigt är förhållandevis små.

Branschernas vikter förändras till följd av kursförändringar, nyemissioner samt aktier som tillkommer eller försvinner utifrån den rörliga småbolagsgränsen. Under

BRANSCHERS VIKT I CSX I PROCENT OCH ANTAL BOLAG

Bransch	2003-08-31		2002-08-31		Förändring	
	%	antal	%	antal	%	antal
Råvaror	4,2	10	4,5	12	-0,3	-2
Industri	25,3	52	23,5	51	1,8	1
Konsumentvaror	13,4	22	14,2	21	-0,8	1
Hälsovård	10,2	21	8,8	21	1,4	0
Finans	22,8	31	24,2	33	-1,4	-2
IT	10,8	48	10,6	53	0,2	-5
Telekom	5,5	13	4,5	16	1,0	-3
Media	3,6	6	4,1	6	-0,5	0
Tjänster	4,2	9	5,6	9	-1,4	0
Totalt	100	212	100	222		-10

Källa: SIX och Svolder

verksamhetsåret har förändringarna av branschvikterna varit små, även om ingående bolag i stor utsträckning varierat.

Den samlade svenska börsen, ofta definierad som Affärsvärldens generalindex (AFGX), har i dagsläget sin största vikt av aktier inom branscherna Industri, Finans och Telekom. Branschen Finans är, till skillnad från CSX, främst uppbyggd av banker. Då branschviktingen mellan dessa två index på senare år blivit mer homogen, har indexutveckling blivit mer jämförbar än tidigare, och då primärt tagit hänsyn till bolagens storlek. De senaste två åren 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 storbolag hade starkare kurstillväxt än småbolag.

SVOLDERS BRANSCHVISA PORTFÖLJEXPONERING

Bransch	Svolders genomsnittliga portföljvikt, % ¹⁾	Relativ vikt Svolder/CSX ²⁾	Relativ vikt Svolder/ AFGX ³⁾
Råvaror	3,8	0,9	0,5
Industri	41,7	1,7	2,1
Konsumentvaror	4,6	0,3	0,3
Hälsovård	1,9	0,3	0,2
Finans	4,7	0,2	0,2
IT	14,8	1,6	13,5
Telekom	23,9	7,8	1,4
Media	-	0	0
Tjänster	4,6	0,9	1,6
Totalt	100		

¹⁾ Beräknas exklusive likvida medel mm.

²⁾ Svolders branschviktning relativt CSX (genomsnitt), 12 mån.

2,0 innebär dubbel vikt, 1,0 normal vikt och 0 avsaknad av aktier.

³⁾ Svolders motsvarande branschviktning relativt AFGX (genomsnitt), 12 mån.

Källa: SIX och Svolder

Svolders substansvärde steg under verksamhetsåret med 1,0 procent, efter återläggning av lämnad utdelning om 2,25 SEK per aktie. Utfallet är nästan femton procentenheter sämre än CSX, efter justering för beräknade aktieutdelningar hos de underliggande aktierna. Förklaringen – som vidareutvecklas nedan – går främst att finna i en för hög andel av industriföretag, samt bristande aktieurval bland i första hand finansföretagen. Bolagets övervikt mot telekomrelaterade aktier var framgångsrik. Under verksamhetsårets ingång påverkade några stora aktier CSX på ett missvisande sätt – bl a Kinnevik och OM. Under den

mycket svaga utvecklingen under september 2002 ingick aktierna ej i index, men väl under oktober-december då återhämtningen gav mycket stark kursstegring.

VÄRDEFÖRÄNDRING I PROCENT

	2002/2003	2001/2002	2000/2001
Svolders substansvärde			
Exklusive lämnad utdelning	-4,2	-30,3	-41,2
Inklusive lämnad utdelning	1,0	-24,6	-35,9
Carnegie Small Cap Index			
Exklusive lämnade utdelningar	13,8	-11,6	-36,5
Inklusive beräknade utdelningar	15,8	-9,6	-34,5
Affärsvärldens generalindex			
Exklusive lämnade utdelningar	12,6	-28,8	-37,3
Inklusive beräknade utdelningar	14,6	-26,8	-35,3

Källa: SIX, Carnegie och Svolder

Småbolagsaktierna hade sinsemellan starkt varierande kursutveckling. Till skillnad mot föregående verksamhetsår utvecklades branscherna Hälsovård, IT och Telekom bäst. Alla branscher utom Tjänster redovisade värdestegring i absoluta tal. Det bör observeras att ingen officiell nedbrytning av CSX finns för olika branscher, och att presenterade uppgifter om branschernas performance bygger på beräkningar och uppskattningar gjorda av Svolder.

BRANSCHVIS UTFALL RELATIVT CSX OCH LIKVIDA MEDEL

Bransch	CSX genomsnittlig vikt, % ¹⁾	Relativ bransch-utveckling ²⁾	Absolut bransch-utveckling ³⁾
Råvaror	4,3	0	+
Industri	25,1	-	0
Konsumentvaror	15,0	0	+
Hälsovård	7,5	+	++
Finans	25,7	0	+
IT	9,5	+	++
Telekom	3,1	++	++
Media	4,5	-	0
Tjänster	5,3	--	--
Totalt	100		

¹⁾ Beräkning görs från utgående månadsvärden.

²⁾ Branschens värdeutveckling relativt CSX. Bättre (+), sämre (-).

³⁾ Branschens värdeutveckling relativt likvida medel. Om (+) har värden i kronor skapats i förhållande till bankränta, om (-) har värden minskat.

Källa: SIX och Svolder

Om aktieportföljens samlade substansvärdebidrag ställs i relation till genomsnittligt placerat kapital under verksamhetsåret 2002/2003, vilket ur avkastningssynvinkel är det mest rättvisande, framgår det att räntabiliteten för branscherna Råvaror, Telekom och IT varit högst. I Råvarors fall är detta dock hänförligt till en låg kapitalbindning genom aktierna Höganäs och SSAB, i den senare dessutom under förhållandevis kort tid. Räntabiliteten för telekomrelaterade aktier baseras i stället på fem aktier och ett förhållandevis stort placerat kapital.

Lägst har avkastningen varit för sektorn Finans. Till följd av att nya investeringar gjordes under perioden, samtidigt som främst Bure Equity-aktien kraftigt sjönk i värde, uppstår en negativ förräntning om mer än 100 procent. Detta är inte logiskt möjligt varför "em" anges i kolumnen. Även aktierna i branscherna Hälsovård samt Konsumentvaror hade sammantaget en negativ utveckling för substansvärdet. Vidare framkommer i tabellen att portföljens likvida medel förräntats till en genomsnittlig räntesats om 3,4 procent, vilket haft en marginellt positiv påverkan på portföljens lönsamhet.

SVOLDER: LÖNSAMHET 2002/2003 PER BRANSCH¹⁾

Bransch	Antal företag	Genomsnittligt placerat kapital (MSEK)	Substansvärdebidrag (MSEK)	Räntabilitet %
Råvaror	2	16,4	3,8	23,3
Industri	9	178,8	6,7	3,7
Konsumentvaror	2	19,9	-2,3	-11,4
Hälsovård	3	8,0	-0,8	-10,2
Finans	5	19,9	-24,9	em
IT	9	63,2	10,0	15,8
Telekom	5	102,7	22,5	21,9
Media	-	-	-	0,0
Tjänster	3	19,9	2,0	9,9
Summa aktier	38	428,8	17,0	
Likvida medel		22,6	0,8	3,4
Kostnader			-12,4	
Totalt		451,4	5,4	

¹⁾ Beräkningen av genomsnittligt kapital görs från utgående månadsvärden.

Vid en analys av förvaltningen bör dels aktiv branschviktning, dels olika aktieurval bedömas. I kommande avsnitt, 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 aktieförvaltningen som helhet utvecklades negativt i förhållande till CSX. Bolagsurvalet hade därvid en starkt negativ inverkan på utfallet medan branschviktningen var positiv.

OMDÖME OM PORTFÖLJFÖRVALTNINGEN¹⁾

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

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

Övervikten av telekomrelaterade aktier var särskilt betydelsefull för aktieportföljens utfall. Även en mindre övervikt av IT-aktier samt avsaknaden av mediaföretag

var positiva för värdeutvecklingen. Bolagets höga vikt av industriaktier inverkar däremot negativt på utfallet liksom den låga andelen hälsovårdsaktier. Sammantaget var branschviktningen dock framgångsrik.

Vanligtvis har större bolag inom småbolagssegmentet haft en bättre utveckling 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 genomgående varit svagt med undantag för branscherna Råvaror och Tjänster, som utvecklats bättre än övriga branschföretag. Särskilt inom branschen Finans var utfallet bristfälligt. Det kan i stor utsträckning hänföras till aktieinnehavet i **Bure Equity**, men även till avsaknaden av fastighetsaktier i portföljen. Även inom branscherna Konsumentvaror, Hälsovård och IT gav aktieurvalet upphov till en negativ avvikelse mot respektive bransch utveckling. Stora portföljinnnehav som de i industrikonglomeratet **Beijer Alma** och korttillverkaren **XPonCard** har utvecklats sämre än småbolagsmarknaden i stort.

Absolut portföljanalys

I portföljuppställningen på sidan 23 redovisas Svolders aktieinnehav uppdelat efter bransch. Fördelningen följer Affärsvärldens och CSX branschuppdelning. Branschen Telekom har skapat det största bidraget till Svolders substansvärde under verksamhetsåret, med en tillväxt om 22,5 MSEK (1,80 SEK per Svolderaktie). Den stora belastningen på substansvärdet kommer från sektorn Finans vil-

ken sänkte substansvärdet med 24,9 MSEK (-1,90 SEK per Svolderaktie). Flertalet branscher bidrog till substansvärdet.

SUBSTANSVÄRDEBIDRAG 2002/2003 PER BRANSCH

Bransch	Antal företag	Substansvärdebidrag (MSEK)	Ack. värdeförändring %
Råvaror	2	3,8	0,7
Industri	9	6,7	1,2
Konsumentvaror	2	-2,3	-0,4
Hälsovård	3	-0,8	-0,1
Finans	5	-24,9	-4,5
IT	9	10,0	1,8
Telekom	5	22,5	4,1
Media	-	-	-
Tjänster	3	2,0	0,4
Summa aktier	38	17,0	3,1
Likvida medel		0,8	0,1
Kostnader		-12,4	-2,2
Totalt		5,4	1,0

De 38 aktier som under verksamhetsåret 2002/2003 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 20 kvarvarande innehaven vid verksamhetsårets utgång har, inklusive mottagna utdelningar mm om 7,0 MSEK, tillsammans bidragit till substansvärdet med 52,0

SUBSTANSVÄRDEBIDRAG 2002/2003

Befintliga innehav

Aktie	Bransch	Substansvärdebidrag MSEK
Nolato	Telekom	19,3
Beijer Electronics	Industri	15,5
Trelleborg	Industri	11,0
Micronic	IT	9,0
Telelogic	IT	5,4
ProfilGruppen	Industri	4,9
Proffice	Tjänster	3,3
Biacore	Hälsovård	1,9
Höganäs	Råvaror	1,9
AcandoFrontec	IT	1,9
Summa tio största		74,3
Övriga (5 st)		-0,6
SwitchCore	Telekom	-1,6
TurnIT	IT	-2,6
NeoNet	Finans	-4,1
XPonCard	Industri	-5,7
Beijer Alma	Industri	-7,7
Summa fem minsta		-21,7
Summa befintliga innehav		52,0
Totalsumma befintliga och tidigare innehav		17,0

Tidigare innehav

Aktie	Bransch	Substansvärdebidrag MSEK
LGP Telecom	Telekom	4,6
SSAB A	Råvaror	1,9
Getinge	Hälsovård	0,4
Munters	Industri	0,4
Mind	IT	0,2
Summa fem största		7,5
Övriga (3 st)		-0,5
Affärsstrategerna	Finans	-0,7
Boss Media	IT	-1,2
Ballingslöv	Konsumentvaror	-1,2
BTS Group	Tjänster	-1,4
Geveko	Finans	-1,4
Carnegie	Finans	-1,7
Readsoft	IT	-2,6
Karo Bio	Hälsovård	-3,2
Semcon	Industri	-11,7
Bure Equity	Finans	-16,9
Summa tio minsta		-42,0
Summa tidigare innehav		-35,0

MSEK (4,10 SEK per Svolderaktie) under 2002/2003. De 18 värdepapper som ej längre finns kvar i portföljen belastade däremot, efter tillägg av 2,0 MSEK i erhållna aktieutdelningar, tillsammans substansvärdet med 35,0 MSEK. Det samlade substansvärdebidraget utgjorde sålunda 17,0 MSEK (1,30 SEK per aktie).

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 **Axfood**, **Proffice** och **LGP Telecom** att kommenteras under avsnittet "Portföljförändringar". Aktier som haft stor positiv eller negativ inverkan på värdeutvecklingen under de två senaste åren behandlas under rubriken "Två års utveckling", bland annat **Profilgruppen** och **AcandoFrontec**. I årsredovisningens del med bolagspresentationer, se sidan 33, beskrivs också innehav som väsentligt påverkat portföljutvecklingen – exempelvis **Nolato**, **Trelleborg**, **Micronic**, **Biacore** och **XponCard** – eller som på annat sätt bedöms som särskilt intressanta ur portfölj- och informationssynpunkt.

Årets analys över värdeförändringarna visar i flertalet fall på en betydande förändring mellan årets och fjolårets utfall. Detta gäller såväl bransch- som aktiemässigt. Då var tillväxtbolag mest tärande på Svolders substansvärde, i år mest värdeskapande. Bolag som **Beijer Electronics** och **Telelogic** har exempelvis sett sina aktier stiga väsentligt. Dramatiken i kursförändringar och påverkan på substansvärdet är inte heller lika betydande detta år, även om kursfallen för **Beijer Alma**, **Semcon** och **Bure Equity** är allvarliga.

Beijer Electronics är ett utvecklings- och agenturföretag inom industriautomation. Bolagets produkter och tjänster marknadsförs såväl på hemmamarknaderna Sverige, Norge och Finland som globalt. Beijer Electronics har åter visat att en konjunkturedgång har begränsad påverkan på bolagets kundsegment. Industriautomation fortsätter att uppvisa tillväxt, även om det är bolagets egenutvecklade operatörsterminaler som på senare tid rönt störst framgångar. Bolaget har ingen egen produktion, vilket leder till låg kapitalbindning och därmed förutsättningar för fortsatt god utdelningstillväxt. Aktien har bidragit med 15,5 MSEK till substansvärdet, motsvarande 1,20 SEK per Svolderaktie.

BEIJER ELECTRONICS



Telelogic utvecklar och säljer programvaror som effektiviserar kundernas egen utveckling av mjukvara. Bolaget tillhör de ledande globala leverantörerna av utvecklingsverktyg åt bland annat telekommunikations-, bil- samt flyg- och försvarsindustrin. Telelogic har drabbats av nedgången av industriinvesteringar i världen, men har ständigt anpassat sig och försökt utnyttja sin globala närvaro för att uppnå kostnadsbesparingar. Bolaget har också dragit nytta av ökade investeringar inom försvarsindustrin. Vid konjunkturuppgångar, vilket aktiemarknaden under senare delen av verksamhetsåret börjat diskontera, stiger resultat och kassaflöden snabbt hos bolag som har höga bruttomarginaler. Uppgången för Telelogicaktien har dock inträffat senare än hos internationella mjukvaruföretag, sannolikt beroende på bolagets lönsamhetsproblem i Europa och vinstvarningen i april. Aktien bidrog med 5,4 MSEK (0,40 SEK per Svolderaktie) till substansvärdet.

TELELOGIC



Den svenska stålproducenten **SSAB** är ett av få cykliska företag på Stockholmsbörsen som gynnas av en svag dollar. Produktionen sker i Sverige, merparten av insatsvarorna prissätts i USD och försäljningen sker nästan uteslutande i europeiska valutor. I en tid av dollarsvaghet och begynnande tecken på konjunkturvändning framstod SSAB aktien som attraktivt värderad. Bolaget har vidare starka finanser och delar ut en mycket hög andel av sitt resultat. När emellertid de europeiska stålbolagens aktier började gå kräftgång utifrån förväntningar om att stålpriserna var svåra att höja ytterligare, och USD dessutom började stiga, valde Svolder att realisera sin vinst. Substansvärdebidraget blev 1,9 MSEK (drygt 0,10 SEK per Svolderaktie).

Under flera år skapade investmentbolaget **Bure Equity** betydande värden för sina aktieägare. Detta skedde genom en hög kontantutdelning, men även genom avknoppningar av Capiro och Observer. Anseendet på kapitalmarknaden var därför högt och möjligheterna till expansion var goda. Den brokiga skaran onoterade portföljbolag hade nästan utan undantag en inriktning mot tillväxtbranscher och hade dessutom svaga kassaflöden. Längre förlitade sig ledning, styrelse och marknad till att värdena i indirekta innehav som Mölnlycke Health Care, Nycomed samt konsultföretagen Teleca och Carl Bro (Danmark) skulle kunna balansera problemen på andra

håll inom koncernen. När sedan det svaga börsklimatet omöjliggjorde nyintroduktioner och övriga försäljningar gick i stå, framkom att åtgärdsprogram inte satts igång i tid, att Bures kassaflöde var satt under stark press samt att kreditgivarna började ifrågasätta bolagets betalningsförmåga. Därmed var osäkerhet skapad på kapitalmarknaderna och kraftfulla åtgärder var nödvändiga. Detta tog dock lång tid och kom att utmynna i borsstopp samt uppförande på Stockholmsbörsens observationslista innan gamla och nya aktieägare slutligen valde att fullt ut teckna den nödvändiga nyemissionen. Under osäkerhetsperioden valde Svolder att sälja sitt innehav och därmed realisera ett negativt substansvärdebidrag om 16,9 MSEK (-1,30 SEK per Svolderaktie).

BURE EQUITY



Industrikonglomeratet **Beijer Alma** har till skillnad mot de flesta övriga industrikonglomerat på Stockholmsbörsen haft en svag börsutveckling under 2002/2003. Orsaken går att finna i verksamhetens tidigare expansion och koncentration mot industriella tillväxtbranscher, bland annat telekom. Dessa kundföretag svarar dock i dagsläget för endast ca 15 procent av koncernens försäljning. Beijer Almas affärsområden är huvudsakligen Habia med försäljning och tillverkning av specialkabel, samt den verksamhetsmässigt breda industrigruppen Lesjöfors. Mycket av arbetet under de senaste åren har gällt struktur- och kostnadsanpassningar inom Habia. Lönsamheten inom Lesjöfors är mycket god, medan Habia visar röda siffor. Strukturåtgärderna har ännu inte inneburit positivt resultat för koncernen. Däremot har kassaflödet varit gott under de resultatmässigt dåliga åren, främst tack vare låga investeringar. Den finansiella ställningen möjliggör en rimlig utdelning även under förhållandevis svåra verksamhetsbetingelser. Svolders substansvärde minskade 7,7 MSEK (-0,60 SEK per aktie) under verksamhetsåret till följd av innehavet i Beijer Alma.

NeoNets verksamhet tar fäste på ett antal centrala trender på aktiemarknaden. Allt större del av aktiehandeln sker över gränserna och de elektroniska inslagen ökar kraftigt. Samtidigt pågår en betydande prispress på aktiehandel, där de ledande branschföretagen har väsentligt högre kostnader än NeoNet. 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. Trots dessa trender har NeoNet under verksamhetsåret fortsatt att drabbas av låg aktieomsättning och svaga börser. Dessutom har kostnadsanpassningar skett successivt och i en nedåtgående aktiemarknad inte fått tillräckligt snabbt genomslag. I juni 2003 offentliggjordes att NeoNet skulle förvärva branschkollegan Lexit, vilken till skillnad från NeoNet har sin starkaste marknadsposition i USA. Förvärvet förväntas medföra effektivare utnyttjande av tekniska plattformar, försäljningsinsatser samt administration och därför snabbt resultera i resultattillskott. Belastningen på Svolders substansvärde blev 4,1 MSEK, motsvarande -0,30 SEK per Svolderaktie.

Bioteknikföretaget **Karo Bio** är verksamt inom den prekliniska fasen av läkemedelsforskning. Bolaget har en bred forskningsportfölj inom flera terapiområden, bland annat diabetes samt hjärt- och kärlsjukdomar. Sedan flera år finns ett antal etablerade samarbeten med internationella läkemedelsbolag. Svolder ägde under åren 1998 till 2000 aktier i Karo Bio, vilket resulterade i en mycket god avkastning. Aktien har sedan dess, i likhet med många bioteknikföretag, haft en svag börsutveckling. Under hösten 2002 förvärvade Svolder drygt 100 000 aktier i Karo Bio. Svolder har attraherats av den professionella forskningsorganisationen, de internationella samarbetena samt till synes goda finanser. Ett antal händelser under det senaste året har dock fått Svolder att börja ifrågasätta tilltron till bolaget. Aktien uppvisade under januari fram till första veckan i mars 2003 en för branschen onormalt svag utveckling. Den 7 mars 2003, när börsen stod som lägst, offentliggjordes planerna på en delvis garanterad nyemission. I november året innan hade företrädare för bolaget i media talat om en kassa som skulle täcka fyra års forskning. Därefter har ett samarbete avbrutits och några nya projekt av betydelse har inte kunnat presenteras. Svolder deltog i nyemissionen, men sålde hela aktieinnehavet i takt med bioteknikaktiernas uppgång under försommaren 2003. Belastningen på substansvärdet begränsade sig därmed till 3,2 MSEK (-0,20 SEK per Svolderaktie).

KARO BIO



Två års utveckling

Aktieförvaltning bör ses i ett längre perspektiv än enstaka kvartal. Sett över den senaste tvåårsperioden uppstår en klar skillnad mellan bidragsgivare och belastare. Flera av föregående verksamhetsårs belastare har under innevarande år skapat betydande tillskott till Svolders substansvärde. **Trelleborg, Micronic, LGP Telecom** och **AcandoFrontec** är bevis på detta, medan **Axfood** utgör exempel på motsatsen.

SUBSTANSVÄRDEBIDRAG I MSEK – TVÅ VERKSAMHETSÅR

Aktie	Totalt	2002/2003	2001/2002
Axfood	24,4	-1,1	25,4
Trelleborg	10,3	11,0	-0,7
ProfilGruppen	5,2	4,9	0,3
Hexagon	4,5	-	4,5
Proffice	3,3	3,3	-
G&L Beijer	2,7	-	2,7
NIBE Industrier	2,3	-	2,3
Biacore	1,9	1,9	-
Höganäs	1,9	1,9	-
Micronic	1,9	9,0	-7,1
Summa tio största	58,4	31,1	27,3
Övriga (32 st)	-62,2	22,5	-84,6
AcandoFrontec	-8,1	1,9	-10,0
Readsoft	-9,0	-2,6	-6,4
Mind	-9,2	0,2	-9,3
BTS Group	-11,1	-1,4	-9,7
Dimension	-11,5	-0,3	-11,2
Beijer Alma	-15,6	-7,7	-7,9
TurnIT	-16,5	-2,6	-13,9
Semcon	-24,2	-11,7	-12,6
Bure Equity	-27,9	-16,9	-11,0
LGP Telecom	-31,1	4,6	-35,7
Summa tio minsta	-164,4	-36,5	-127,8
Totalt	-168,1	17,0	-185,1
SEK per Svolderaktie	-13,10	1,30	-14,50

Frontec har under den senaste tvåårsperioden genomgått en stor neddragning och förändring av sin verksamhet. Planerna att utveckla internationella mjukvaruföretag, ett utvecklingsbolag inom IT samt flera konsultgrenar är därmed borta. Förändringen har huvudsakligen skett genom bolagsförsäljningar, och Frontec har därmed kunnat balansera en svag lönsamhet i sin konsultrörelse. Genom försäljningen av telekomkonsulten BlueLabs skapades dessutom en långsiktig finansiell styrka för gruppen. Mycket av detta arbete har genomförts av den under våren 2003 avgående VD:n. Det var därför inte ologiskt att Frontecs styrelse under sommaren 2003 presenterade ett förslag till samgående med onoterade Acando. Acando har under en förhållandevis kort verksamhetstid som IT- och managementkonsult lyckats uppvisa lönsamhet och förmåga att etablera samarbetsavtal med stora industrikoncerner. Verksamheten kompletterar Frontecs såväl geografiskt som kund- och innehållsmässigt. Grundförut-

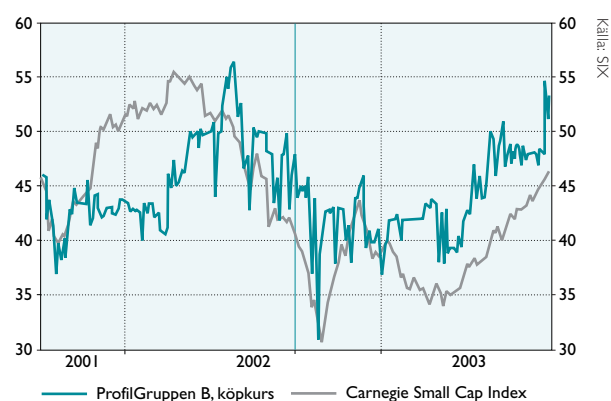
sättningarna för den nya koncernen AcandoFrontec är sålunda goda, även om rådande marknadsbetingelser för IT-konsultbranschen är fortsatt svaga och initiala strukturstyrkostnader i samband med sammanslagningen är att vänta.

ACANDOFRONTEC



Ett av få innehav som givit bidrag under såväl 2001/2002 som 2002/2003 är småländska aluminiumprofil tillverkaren **ProfilGruppen**. Under denna tvåårsperiod har mycket av bolagets aktiviteter koncentrerats på effektiviseringar i produktion, struktur och logistik. Volymer och resultat har därmed stabiliserats och kassaflödet har väsentligt förbättrats. Detta har skapats av en delvis ny företagsledning och i ett marknadsklimat som präglats av prispress och överutbud. Framtida arbete kommer att inriktas på lönsam tillväxt genom fortsatt specialisering, vidareförädling och ökat kundfokus. Bolagets aktier har dock mycket blygsam börshandel, vilket förhoppningsvis ökar genom avtal med likviditetsgarant (market maker).

PROFILGRUPPEN



PORTFÖLJFÖRÄNDRINGAR 2002/2003

Svolders aktieportfölj är ingen indexportfölj utan sätts samman utifrån de individuella företagens karakteristika, 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 kraftigt överviktad mot sektorn Telekom, samt överviktad mot Industri och IT-företag. På motsvarande sätt var portföljen samtidigt underviktad mot branscherna Konsumentvaror, Hälsövård, Finans och Media. Under verksamhetsåret ökade vikten av industriaktier på bekostnad av finansaktier. Övriga förändringar mellan branscherna var förhållandevis små. Det bör åter poängteras att branschklassificeringen är övergripande och schablonmässig från Affärsvärldens/SIX sida.

BRANSCHFÖRÄNDRINGAR I AKTIEPORTFÖLJEN

Andel av portföljen i procent	2002-08-31		Förändring
Bransch	2003-08-31 ¹⁾	2002-08-31	
Råvaror	1,1	2,1	-1,0
Industri	39,6	35,1	4,5
Konsumentvaror	5,7	4,3	1,4
Hälsövård	2,0	-	2,0
Finans	2,5	8,4	-5,9
IT	15,2	17,2	-2,0
Telekom	21,4	22,1	-0,7
Media	-	-	0,0
Tjänster	5,6	5,0	0,6
Likvida medel mm	6,9	5,8	1,1
Totalt	100	100	

¹⁾ Profilgruppen och Telelogic har ny branschklassificering jämfört med föregående verksamhetsår.

I fjolårets årsredovisning konstaterades att aktieportföljen fortsatt innehöll en för hög andel mycket små bolag vars aktier hade låg eller mycket låg omsättningsbarhet. Det förbättrade borsklimatet har möjliggjort större försäljningar till acceptabla villkor än som var fallet i fjol. Flera av dessa förhållandevis små bolag, vanligen med borsvärden understigande 300 MSEK, har ofta en mer attraktiv värdering än motsvarande större bolag. Erfarenheten under senare år är dock att likviditeten har ett värde, att tillförlitligheten i större företags framtidskommentarer många gånger varit högre samt att de större småbolagen organisatoriskt varit bättre rustade för att hantera stora konjunktursvängningar. Svolder har följaktligen intensifierat arbetet med att reducera andelen små eller mycket små bolag i aktieportföljen till förmån för innehav i större bolag i segmentet små- och medelstora borsbolag samt oftast till bolag med god utdelningskapacitet. Svolders affärsidé avseende placeringar i små och medelstora svenska noterade bolag är dock oförändrad.

Antalet innehav har under den senaste tvåårsperioden därför minskat från 33 till 20 stycken. Försäljningarna har huvudsakligen genomförts bland de minsta småbolagen, och ofta i bolag med begränsad finansiell styrka. Här kan under det senaste verksamhetsåret särskilt nämnas för-

säljningarna av hela aktieinnehaven i **Affärsstrategerna, Geveko, Readsoft, Boss Media, Dimension, Teligent, Mind** och **BTS Group**.

PORTFÖLJFÖRÄNDRINGAR (NETTO)

Period I	Period II	Period III	Period IV
KÖP			Axfood Haldex Orc Software Proffice
Höganäs	Biacore		
AKTIEPORTFÖLJEN 2002/2003 koncentration från 28 till 20 innehav			
SÄLJ			
Affärsstrategerna Boss Media BTS Group Geveko Readsoft Teligent	Carnegie Dimension	Bure Equity LGP Telecom Mind SSAB	Ballingslöv Semcon

Ledande indikatorer för den amerikanska och flertalet asiatiska ekonomier har pekat uppåt under verksamhetsåret, särskilt under de senaste sex månaderna. Centralbankernas penningpolicier har fortsatt att vara expansiva. Sammantaget är dessa gynnsamma faktorer för borserna, och har utgjort huvudskälen till Svolders inriktning mot förhållandevis konjunktur känsliga företag. Ambitionen har vidare varit att söka företag med etablerade, företrädesvis multinationella kunder, som dessutom har finanserna under kontroll. Detta har i första hand kommit att gälla för investeringar som **Trelleborg** och **Biacore**, vilka beskrivs på särskild plats i avsnittet "Innehav" på sidorna 39 respektive 35, men gäller även **Haldex** och **Höganäs**, som på ett försiktigt sätt tagits in i portföljen.

Svolders mottagna utdelningar från portföljbolagen har det senaste året uppgått till 9 MSEK. Utdelningen från ett antal av portföljbolagen har inte varit i nivå med Svolders förväntningar, vilket ytterligare satt fokus på de

STÖRSTA NETTOKÖP TILL AKTIEPORTFÖLJEN

Aktie	Antal	MSEK	SEK/aktie ¹⁾
Axfood	216 700	31,0	142,90
Trelleborg	260 000	20,5	79,00
Proffice	582 000	10,0	17,50
Biacore	52 250	8,6	169,30
Haldex	78 200	7,4	94,20
NeoNet	925 000	7,2	7,80
Höganäs	34 300	4,1	148,80
Orc Software	50 800	3,6	70,40
SwitchCore ²⁾	2 100 000	3,1	1,80
Besthand ³⁾	846 828	1,9	2,30

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

²⁾ Avser i huvudsak nyemission maj 2003.

³⁾ Avser deltagande i nyemission oktober 2002.

förvärvade aktiernas direktavkastning och möjliga utdelningstillväxt. Ett obelånat investmentbolag som Svolder bör erhålla aktieutdelningar i sådan utsträckning att bolagets förvaltning inte går med löpande underskott.

Det största nettotillskottet utgörs av livsmedelskedjan **Axfood**, som efter en relativt svag kursutveckling under 2003 åter bedömts ha fått en attraktiv värdering. Livsmedelskedjan har tidigare funnits i Svolders portfölj och var en stor bidragsgivare under verksamhetsåren 2000/2001 och 2001/2002. Axfoods löpande verksamhet skapar goda kassaflöden. Bolaget har under året dessutom sålt sitt fastighetsbestånd. Det kan kalkyleras att koncernen vid utgången av år 2004 inte längre kommer att ha någon nettoskuld. Axfoods utdelningspolicy har likaså förändrats till att utgöra 40 procent av resultatet efter skatt. Lågpriskedjan Willys och grossiströrelsen Dagab har fortsatt att visa på framgångar, medan Hemköpskedjan brottas med lönsamhetsproblem liksom i ännu större utsträckning verksamheten i Finland. Omvandling av butiker, koncept och managementförändringar inom Hemköp har också satt sina spår i 2003 års resultat. Flera av dessa kostnader är dock av engångskaraktär och 2004 bör åter präglas av effektiviseringsvinster, denna gång förhoppningsvis även med en Hemköpskedja i tillväxt. Axfoodaktien har hittills gett upphov till en mindre belastning (-1,1 MSEK) på substansvärdet.

AXFOOD



De svenska bemanningsföretagen har samtliga drabbats av konjunkturedgången och industrins flitiga kostnadsbesparingar. Exempelvis för **Proffice**, som tidigare hade Ericsson som största kund, har anpassningen till ett nytt marknadsflöde varit problemfylld. Resonemanget som i den senaste högkonjunkturen fördes om att bemanningsföretag och konsulter inte skulle vara så känsliga vid nästa nedgång har därmed kommit på skam. Trots att stora volymer bortfallit för Proffice har bolaget omsättningsmässigt lyckats kompensera detta, dock med betydande belastning på marginaler och resultat. Kan tillväxten återkomma till svensk industri och ekonomi så kommer resultatförbättringen i bemanningsföretagen att bli snabb och kraftfull. Profficeaktien har haft en mycket svag kursutveckling de senaste tre åren och värderingen börjar bli attraktivare. Utifrån dessa kriterier har Svolder förvärvat aktier i Proffice. Substansvärdebidraget till balans-

dagen uppgick till 3,3 MSEK (knappt 0,30 SEK per Svolderaktie)

SwitchCore är ett halvledarbolag som designar och marknadsför integrerade kretsar med höga prestanda till nätverksindustrin. Kunderna är globalt ledande aktörer inom datakommunikation. Vägen från utvecklingsstadium till ett bolag kännetecknat av stabila kassaflöden är dock såväl lång som krokig. SwitchCore tvingades därför åter till en nyemission under försommaren 2003. Emissionen gav upphov till felprissättningar mellan å ena sidan gamla aktier med teckningsrätter samt tecknade och betalda, men ännu inte hos VPC registrerade aktier, å den andra. Svolder sålde därför hela innehavet i SwitchCore i samband med nyemissionen, men tecknade samtidigt fler nya aktier till ett lägre anskaffningspris. Verksamhetsåret inleddes dock svagt och SwitchCore har endast haft en god börsutveckling efter det att bolaget presenterat att nyemissionen fulltecknades samt när vissa teknikbolag på den amerikanska teknologibörsen Nasdaq utvecklats väl. Belastningen på Svolders substansvärde blev 1,6 MSEK (-0,10 SEK per Svolderaktie).

STÖRSTA NETTOFÖRSÄLJNINGAR UR AKTIEPORTFÖLJEN

Aktie	Antal	MSEK	SEK/aktie ¹⁾
LGP Telecom	900 000	31,7	35,20
Ballingslöv	407 600	21,7	53,20
SSAB A	120 000	13,1	109,30
BTS Group	451 400	11,7	25,90
Semcon	900 000	9,0	10,40
Telelogic	991 000	6,9	5,90
Carnegie	108 000	6,7	62,20
Micronic ²⁾	-108 100	5,7	55,30
Readsoft	1 066 500	5,5	5,20
Geveko	72 400	5,3	73,30

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

²⁾ Netto har 108000 aktier tillkommit genom nyemission. Svolder har sålt Micronic-aktier till ett för nyemissionen justerat värde om 5,7 MSEK

Telekomföretaget **LGP Telecom** 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 LGP mycket hårt, med början under försommaren 2001. Aktien utgjorde också föregående verksamhetsårs största belastning på substansvärdet. Bolagets snabba kostnadsanpassningar möjliggjorde dock en överraskande återkomst till historisk lönsamhet och resultat redan under hösten 2002. Aktiemarknadens höga förtroende för LGP Telecom, som dock allvarligt drabbades av en tveksamt genomförd riktad nyemission under senare delen av 2001, hade därmed återuppstått. Svolder bedömde att nämnd resultatförbättring var tillfällig och började under verksamhetsårets inledning att sälja LGP-aktier. Det återvunna anseendet gav LGPs företagsledning och styrelse självförtroende att åter närma sig det delvis kompletterande och delvis konkurrerande telekomföretaget Allgon. Den mycket höga budpremien (62 procent) på aktiebudet underkände aktiemarknadens relativa värdering av de båda bolagen. Om affären var så bra för LGPs

aktieägare som den presenterades, gavs ju dessutom halva den framtida vinsten bort till de nya LGP aktieägare som tillkom genom budet. Det aktieinnehav i LGP som Svolder hade kvar efter höstens betydande försäljningar avyttrades strax efter det att budet accepterats. Verksamhetsårets bidrag inskränkte sig därmed till 4,6 MSEK (knappt 0,40 SEK per Svolderaktie), vilket ändå utgör det bästa bidraget bland avyttrade aktier.

LGP TELECOM



Svolder deltog i fjolårets nyintroduktionen av köksinredningstillverkaren **Ballingslöv**. Under det senaste året har dock omvärldsbetingelserna förändrats till det negativa. Hushållens disponibla inkomster stiger i väsentligt lägre takt och konkurrerande inredningsföretag har varslat personal till följd av försämrade ordergång. I Ballingslöv har den engelska verksamheten fortsatt att brottas med lönsamhetsproblem och en ytterligare ledningsförändring har framtvingats. Utifrån denna analys har Svolder valt att successivt sälja hela innehavet i Ballingslöv, bl a till förmån för **Axfood**. Försäljningarna har givit en belastning om 1,2 MSEK (-0,10 SEK per Svolderaktie) på substansvärdet. Det bör dock sägas att Ballingslöv, trots dessa interna och externa problem, fortsatt att hålla marginaler och resultat uppe på historiskt höga nivåer och att Svolders oro hittills varit överdriven.

Industrikonsulten **Semcon** har en stark ställning bland kunder inom fordonsindustrin. Satsningar inom telekom har varit dyrbara, medan expansion inom exempelvis läkemedelsbranschen varit framgångsrik. Bolaget har under lång tid visat lönsamhet samt utdelningsvilja och

den ekonomiska uppföljningen har med få undantag fungerat väl. Industrins återhållna investeringar och den svaga konsultmarknaden för IT-konsulter har dock fått följd effekter även för Semcon. Denna press har fortsatt, samtidigt som problem i den danska verksamheten dykt upp och det har varit svårt att sänka personal- och lokal-kostnader. Den finansiella risken i Semcon har sålunda tilltagit under verksamhetsåret. Svolder utnyttjade ett tillfälle under sommaren 2003 att sälja hela aktieinnehavet i Semcon, vilket medförde att en belastning av substansvärdet med 11,7 MSEK (-0,90 SEK per Svolderaktie) realiserades.

Hänsyn till interna regler

Svolder har internt uppsatta regler för sin förvaltningsverksamhet, se sidan 11. Dessa begränsar i normalfallet innehav till 15 procent av portföljbolagets aktiekapital eller 15 procent av Svolders aktieportfölj, i syfte att reducera dess risk. Aktieinnehaven i Beijer Electronics och Nolato har under verksamhetsåret varit nära dessa respektive gränser. I onoterade Besthand uppgår innehavet efter nyemission till 19,5 procent av bolagets aktiekapital före konvertering. Den höga ägarandelen motiveras i bolagsbeskrivningen, se sidan 34.

Portföljomsättning och courtage

Aktieportföljens omsättningshastighet, dvs försäljningar i förhållande till genomsnittligt substansvärde, uppgick under verksamhetsåret till 0,40 (0,52). Såsom mäklararvode (courtage) har till banker och fondkommissionärer utbetalats 0,6 (1,3) MSEK, vilket motsvarar en kostnad om 0,14 (0,18) procent av årets affärsvolym. I beloppet ingår även faktiskt eller beräknat arvode vid nyintroduktioner, riktade emissioner eller placeringar av större aktieposter till nettopriser. En relativt stor andel av affärsvolymen under verksamhetsåret kommer från Svolders deltagande i företrädesemissioner. Dessa transaktioner görs normalt utan några mäklararvoden. Aktiehandel har bedrivits med 13 (15) svenska och utländska mäklarfirmer. Svolders tre största mäklarkontakter hade tillsammans en andel om 54 (51) procent. All aktiehandel sker på strikt kommersiella villkor, där respektive mäklarfirmas affärsförmåga och analyskompetens tillmätts väl så stor betydelse som det synliga courtaget.

AKTIEPORTFÖLJEN 2003-08-31

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					1,1	4,2	0,7			
Höganäs	34 300	163,00	5,6	1,1				0,40	0,1	0,1
Industri					39,6	25,4	1,2			
Beijer Electronics	837 000	69,00	57,8	10,9				4,50	13,5	13,5
Trelleborg	440 000	104,00	45,8	8,7				3,60	0,5	0,2
Beijer Alma	774 300	47,00	36,4	6,9				2,80	8,6	4,1
XPonCard	310 000	111,00	34,4	6,5				2,70	10,5	10,5
ProfilGruppen	508 000	55,00	27,9	5,3				2,20	8,8	4,0
Haldex	78 200	92,50	7,2	1,4				0,60	0,4	0,4
Konsumentvaror					5,7	13,5	-0,4			
Axfood	216 700	138,00	29,9	5,7				2,30	0,4	0,4
Hälsovård					2,0	10,2	-0,1			
Biacore	52 250	201,00	10,5	2,0				0,80	0,5	0,5
Finans					2,5	22,8	-4,5			
NeoNet	1 820 100	7,30	13,3	2,5				1,00	4,2	4,2
IT					15,2	10,8	1,8			
Telelogic	4 540 000	7,90	35,9	6,8				2,80	2,2	2,2
Micronic	430 000	63,50	27,3	5,2				2,10	1,1	1,1
AcandoFrontec ²⁾	1 627 000	5,70	9,3	1,8				0,70	2,9	2,0
TurnIT	1 904 627	2,10	4,0	0,8				0,30	3,8	3,6
Orc Software	50 800	74,00	3,8	0,7				0,30	0,3	0,3
Telekom					21,4	5,5	4,1			
Nolato	1 764 815	42,70	75,4	14,3				5,90	6,7	3,5
Axis	1 800 000	16,10	29,0	5,5				2,30	2,6	2,6
SwitchCore	3 500 000	2,53	8,9	1,7				0,70	2,0	2,0
Media					-	3,6	0,0			
Tjänster					5,6	4,2	0,4			
Besthand, inkl. konv. lån	7 453 804	2,20	16,4	3,1				1,30	19,5 ³⁾	19,5 ³⁾
Proffice	582 000	23,00	13,4	2,5				1,00	0,9	0,6
Likvida medel mm			36,4	6,9	6,9	-	0,1	2,80		
Totalt/substansvärde			528,4	100	100	100	3,2	41,30		
Värdeförändring efter förvaltningskostnader, 12 mån. (exkl. betald utdelning)							1,0			

¹⁾ Marknadsvärde per Svolderaktie avrundat till hela tiotal ören.

²⁾ Frontec har genom fusion med Acando blivit AcandoFrontec.

³⁾ Efter full konvertering kommer andelen uppgå till 22,4 procent.

I tabellen kan exempelvis utläsas följande information. Svolders största innehav är Nolato med ett marknadsvärde om 75,4 MSEK, motsvarande 14,3 procent av substansvärdet. Nolato är ett bolag inom telekombranschen, som tillsammans med övriga företag inom sektorn svarar för 21,4 procent av Svolders substansvärde. Motsvarande värde för bolag inom Telekom i CSX är totalt 5,5 procent. Portföljen är sålunda överviktad mot bolag inom Telekom jämfört med CSX. Av Svolders substansvärdeförändring år 2002/2003 svarade telekomaktierna för 4,1 procentenheter.

PORTFÖLJINRIKTNING 2003/2004

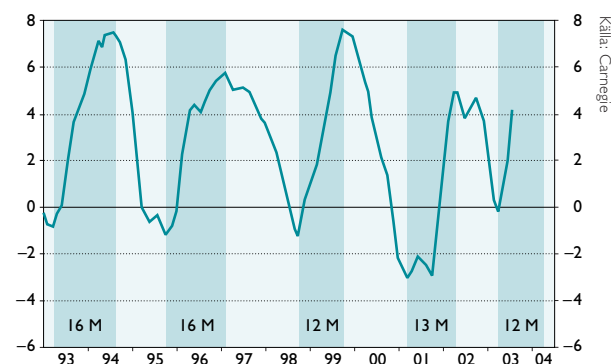
INTERNATIONELLA FÖRHÅLLANDEN

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

Tecken på ekonomisk återhämtning

Ledande indikatorer och viss makroekonomisk statistik började våren 2003 ge signaler om en förbättrad konjunktur efter det att osäkerheten i Mellanöstern minskat och Sars var under kontroll. Tydligast har dessa tecken varit i flera asiatiska ekonomier och i USA. Utvecklingen i Europa har fortsatt att vara trög, även om resultaten i vissa konjunkturenkäter på senare tid vänt uppåt. I ett normalt konjunkturförlopp vänder de europeiska ekonomierna med en eftersläpning mot USA på cirka ett halvår.

OECD: LEDANDE INDIKATORER (%)



Den statistik som presenterats i USA antyder att andra halvåret 2003 och 2004 blir starkt med en BNP tillväxt på cirka 4 procent. Privatkonsumtionen fortsätter att öka, samtidigt som industriinvesteringarna återhämtat sig och industriproduktionen troligen har bottnat. Även i de flesta andra stora ekonomier förväntas tillväxten stärkas under andra halvåret 2003 och förstärkas under 2004. BNP tillväxten i Europa beräknas, trots en förbättring, ligga på en klart lägre nivå än i USA och i Asien.

FED och andra centralbanker talar om att det finns ett utbudsöverskott i ekonomierna, då kapacitetsutnyttjandet är lågt och arbetslösheten hög. Risken för kraftigt ökad inflation kan därför bedömas som låg och styrräntorna kan fortsatt hållas på låga nivåer. Avkastningskurvan har en brant positiv lutning, vilket normalt varit en ledande indikator för konjunkturuppgångar och starkt börsklimat.

Förändrade kapitalflöden

I och med det relativt snabba krigsförloppet i Irak återkom förtroendet till aktiemarknaderna under våren 2003 och den stigande trend inleddes som alltjämt består. Inledningsvis var det sänkt riskpremie som höjde börskurserna,

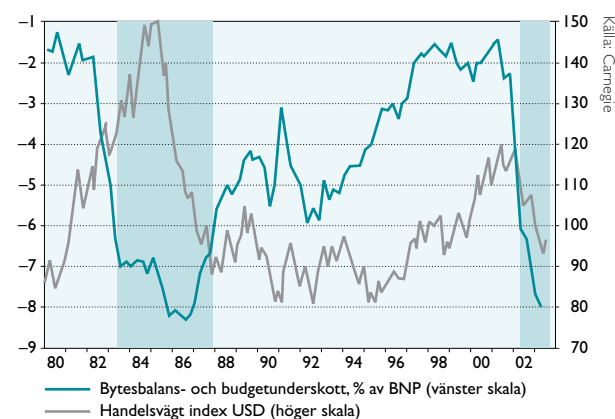
därefter tog starkare makrostatistik och företagsrapporter vid. Den under våren tilltagande oron för deflation i USA och vissa andra delar av världen minskade, vilket innebar att obligationsräntorna steg dramatiskt. Detta fick kapitalflödena att vända till förmån för aktiesparande.

De företagsresultat som har presenterats har överlag varit bättre än väntat. Detta har inneburit att analytikerna för första gången på ett par år har justerat upp sina prognoser. En stigande resultatrend är viktig för att börsuppgången skall fortsätta.

Hot och möjligheter

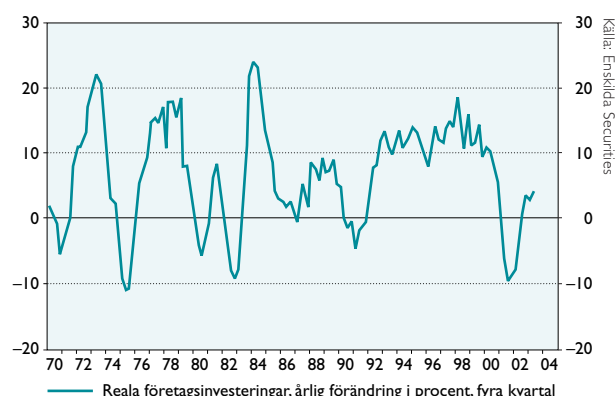
De tydligaste hoten mot en stark tillväxt i USA, anses främst vara de mycket stora underskotten i bytesbalans och federala budget. Ytterligare finanspolitisk stimulans försvåras därmed, vilket kan leda till sämre förutsättningar för privatkonsumtionen. Möjligheterna till kapitalfrigörelse genom omfinansiering av bostadslån försämras också av stigande obligationsräntor.

USA: UNDERSKOTT OCH DOLLAR



De stora amerikanska underskotten har en kraftig påverkan på olika valutor. USD har fallit och den nedåtriktade trenden kan förväntas bestå så länge underskotten ökar. Den starkare tillväxten i USA jämfört med omvärlden, främst Europa, kan dock dämpa USD försvagningen.

USA: FÖRETAGSINVESTERINGAR



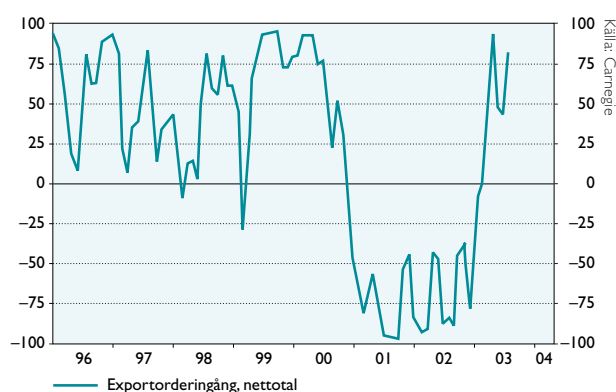
På den positiva sidan finns tydliga tecken på stigande industriinvesteringar i USA. Det tycks således finnas ett

återinvesteringsbehov, trots ett fortsatt lågt kapacitetsutnyttjande. Investeringar i IT leder återhämtningen. En ökning av de privata investeringarna är likaså viktig för konjunkturuppgången.

SVENSK EKONOMI

Ett specifikt problem för Sverige har varit det stora telekomberoendet. Det är således av stor betydelse att förutsättningarna i telekombranschen normaliseras för att utvecklingen ska bli positiv igen. Industriindikatorer och uttalanden från vissa företag tyder nu på att den värsta perioden kan vara passerad. Ökad tillväxt och tilltro inom telekombranschen bidrar åter till förväntningarna om en bättre ekonomisk tillväxt i Sverige de kommande åren.

SVERIGE: TELEKOMINDUSTRI



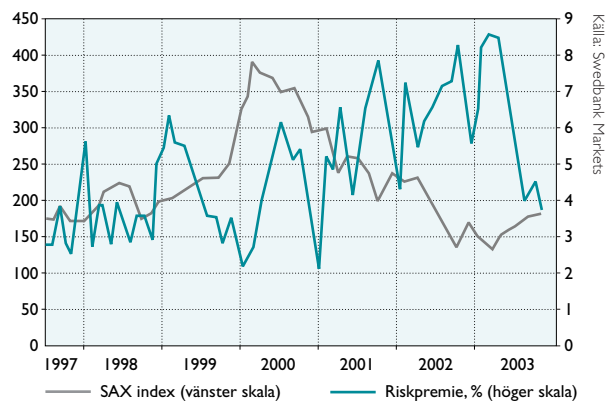
Privatkonsumtionen har upprätthållits förvånansvärt väl, trots tilltagande skatthöjningar och varsel. En mindre expansiv finanspolitik, bl a beroende på sämre statsfinanser och fortsatt tal om skatthöjningar i kommuner och landsting innebär att utrymmet för höjda disponibla inkomster framöver är begränsat. Risken för att öknings-takten i den privata konsumtionen kan komma att avmatas kvarstår. För att upprätthålla en bra BNP-tillväxt blir beroendet av exporten stort. Trots den senaste tidens allt starkare SEK är svensk industri alltjämt konkurrenskraftig. Utifrån förväntningar om att den internationella konjunkturen kommer att förbättras, är det rimligt att anta att den svenska industriproduktionen och exporten stärks.

Svenska aktier utvecklas relativt sett bäst när världsekonomin är stark. Detta är naturligt i en öppen ekonomi med betydande utrikeshandel. Vid turbulenta kapitalmarknader ökar riskpremien mer för de små ländernas valutor och räntor. Det resulterar i högre avkastningskrav i Sverige än hos konkurrentländerna. Medvetenheten om detta förhållande finns hos både Riksbanken och ledande politiker, vilket bör resultera i en penning- respektive finanspolitik som inte väsentligt avviker från dessa länder.

KAPITALFLÖDEN

I takt med stabilare och höjda börskurser har det tidigare mycket låga förtroendet för aktiemarknaden till viss del återkommit bland många placerarkategorier. Kapitalflödena till aktiefonder har varit positiva under flera månader i följd. Riskvilligheten har ökat och intresset för räntebärande placeringar minskat.

STOCKHOLMSBÖRSEN: INDEX OCH RISKPREMIE



Normalt sett långsiktiga aktieägare som försäkringsbolagen har efter fjolårets massiva aktieförsäljningar en väldigt låg aktieandel i sina portföljer. På sikt är det troligt att andelarna måste öka för att komma till rätta med underkonsolideringen.

Flera investmentbanker och Stockholmsbörsen har uttalat sig om att intresset för att börsnotera bolag har ökat och att en rad introduktioner kan bli aktuella den närmaste tiden. I och med att det riskvilliga kapitalet har ökat torde det initialt inte påverka börsutvecklingen i negativ riktning. Snarare vore det ett tecken på positivt börs klimat om ett antal nyintroduktioner kunde genomföras framgångsrikt.

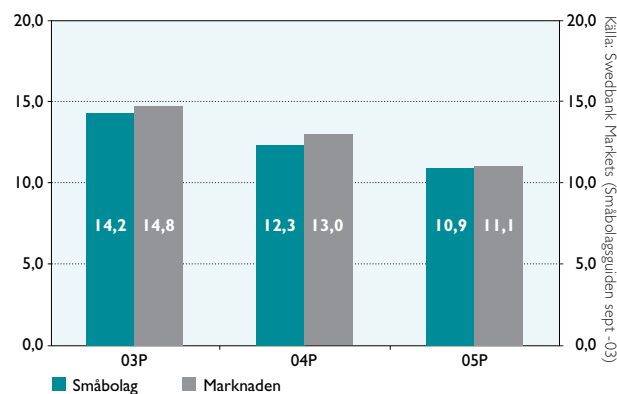
Höjda utdelningar och genomförda inlösenprogram har kanaliserat mycket kapital tillbaka till aktieägarna. En stor del av aktieplaceringarnas mottagna utdelningar 2003 bedöms ha återinvesterats på börsen, vilket bidrog till den starka kursuppgången under början av sommaren. Potentialen för höjda utdelningar även kommande år anses som god.

Antalet företagsuppköp är fortfarande relativt få. Signalvärdet skulle vara större om de finansiellt starka bolagen aktiverade sina balansräkningar via uppköp av noterade bolag, än genom återköp av egna aktier.

VÄRDERING

Svolders uppfattning är att den svenska börsen är attraktivt värderad. Skillnaderna i värdering mellan stora och

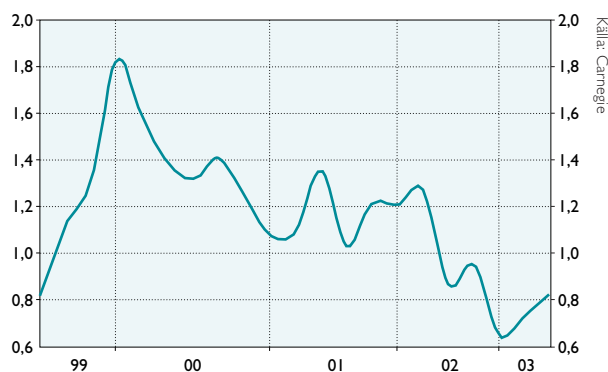
P/E-TAL STOCKHOLMSBÖRSEN



små bolags aktier har minskat under verksamhetsåret 2002/2003 till följd av den bättre kursutvecklingen för de mindre bolagen och höjda resultatprognoser för de större.

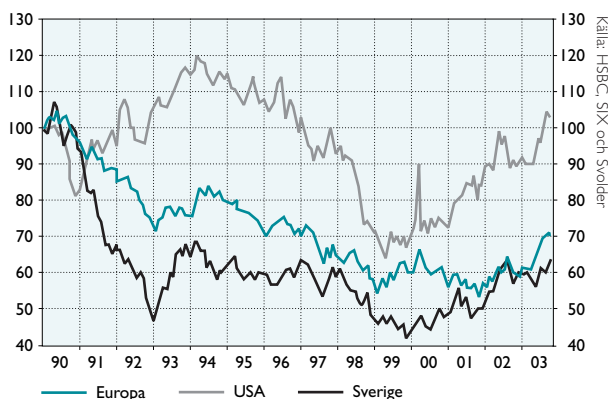
I takt med att tydligare signaler om en förbättrad konjunktur presenterats har såväl aktier som räntor stigit. Resultatprognoserna har justerats upp i långsammare takt än börskurserna. Innebörden av detta är att den absoluta värderingen har stigit. Fortfarande är värderingen av aktier jämfört med räntebärande placeringar attraktiv i ett historiskt perspektiv. Oavsett om vinstavkastningen (det inverterade P/E-talet) eller den prognostiserade direktavkastningen ställs mot avkastningen på räntebärande placeringar så talar den aktuella nivån för aktier. Den positiva börstrend som etablerats 2003 bedöms kunna bestå. De gynnsamma flödena och stigande vinster talar särskilt för denna utveckling.

SVERIGE: VINSTAVKASTNING/OBLIGATIONSRÄNTA



Vid jämförelser mellan den relativa kursutvecklingen för små och stora bolags aktier i USA, Europa och Sverige framträder sedan nittioalets början några längre utvecklingstrender. Den amerikanska utvecklingen har dessutom en tendens att föregå de europeiska trenderna, något som brukar gälla även för konjunktur- och allmän börsutveckling. Det är värt att notera att en positiv relativutveckling kan innebära negativ absolut utveckling och omvänt.

SMÅBOLAGS- RELATIVT STORBOLAGSINDEX



Under inledningen av nittioalet gick främst de svenska små bolagens aktier betydligt sämre än de stora. Efter en relativ uppgång under hela 1993 och inledningen av 1994, förbyttes tillväxten åter i en relativ nedgång som kom att vara nittioalet ut. Förklaringen går sannolikt att finna i

fallande räntor som iscensatte stora omflyttningar av obligationer till likvida aktier. Internationaliseringen av aktiemarknaderna tilltog liksom förvärvsaktiviteten bland stora bolag. Under 2000-talet har utvecklingen däremot varit den motsatta.

Eftersom värderingarna mellan stora och små bolag, i varje fall på den svenska aktiemarknaden, börjat bli mer likvärdiga samt att obligationstillgångarna under kommande år i allt större utsträckning förväntas allokteras till aktiemarknaden, bedömer Svolder det inte som sannolikt att de små bolagens goda relativa utveckling kommer att kunna fortsätta. Samtidigt finns det flera bolag inom småbolagssegmentet som har attraktiv värdering och sparsam bevakning från analytiker och placerare. Svolders utökade placeringsinriktning, med möjlighet att investera i företag upp till ca 10 miljarder SEK, gör att möjligheterna finns att investera i medelstora företag. Denna kategori av bolag kan även attrahera större kapitalplacerare.

ÖVERGRIPANDE INRIKTNING

Svolder väljer aktier till portföljen utifrån individuell bolagsvärdering, så kallad "stock picking". En akties värde är, enligt Svolders uppfattning, primärt det underliggande bolagets långsiktiga utdelningsförmåga. Ett företag som inte förmår att överföra tillgångar till sina aktieägare är i längden endast en spekulering i möjligheten att övertyga potentiella aktieägare att utdelningskapacitet verkligen existerar.

Det finns olika sätt att bedöma den möjliga framtida utdelningstillväxten. Ett företags lönsamhet, kassaflöde, omsättningstillväxt och finansiella ställning är härvid centrala värderingsparametrar. Utan stigande vinster och kassaflöden skapas inga förutsättningar för utdelningstillväxt. Likaså måste ett företag som växer långsamt kunna kompensera låg tillväxt med hög utdelningsandel för att attrahera placerarna. Det är därför viktigt att skilja på ett företags framtida utdelningskapacitet (tillväxt) från dess nuvarande utdelning (nivå).

Alternativa placeringar spelar en central roll vid placerares bedömning av aktiers avkastningskrav. Här utgör räntenivåer för penning- och obligationsmarknadsinstrument den viktigaste referenspunkten, men även den risk som placerarna förknippar med aktuell aktieinvestering. Denna sk riskpremie tenderar att öka i tider av osäkerhet om konjunkturutvecklingen. Riskpremier men också förslag om bolagsspecifika faktorer som utifrån konjunktorkänslighet, finansiella styrka samt företags förmåga att etablera stabila affärsmodeller.

Det är för varje placerare av vikt att bedöma vilka förväntningar som redan finns diskonterade i existerande aktiekurser. Förväntningarna kan vara för optimistiska eller för pessimistiska i förhållande till framtida utfall. Följaktligen kan detta medföra att även ett företag med svag resultatutveckling kan ha en ännu sämre utveckling diskonterat i aktiekursen och därmed utgöra en attraktiv placering. I praktiken är det dock många placerares erfarenhet att företag som uppvisar god vinsttillväxt också fortsätter att göra det. "Ett vinstgivande företag är ofta bättre än räkenskaperna visar, medan ett olönsamt före-

tag uppvisar motsatsen.” En liknande kvalitativ egenskap är att marknadsledande företag ofta visar vinst och positiva kassaflöden även i dåliga tider, medan övriga har svårare att utstå pressen från lägre intäkter, rörelsemarginaler och kassaflöden.

Stabila avkastningskrav

Svolder bedömer att räntenivåerna kommer att stiga under verksamhetsåret, om än inte i någon dramatisk takt. Samtidigt har tilltron till aktier som placering ökat under 2003, vilket kan utläsas i en sänkt riskpremie. Höjda räntenivåer förväntas kompenseras av sänkta riskpremier, varför avkastningskraven inte förväntas förändras nämnvärt under innevarande verksamhetsår. Skillnaden i uppbyggnaden av avkastningskraven tenderar dock att missgynna typiskt räntekänsliga företag som **fastigheter, bygg, läkemedel och konsumentvaror** samtidigt som företag som kan uppvisa vinstförbättringar i en successivt förbättrad industrikonjunktur gynnas. Den senare gruppen omfattar **råvaru-, industri- och tjänsteföretag** i bred mening, men särskilt de med höga bruttomarginaler, genomförda kostnadsrationaliseringsprogram och med känslighet mot industriinvesteringar.

FÖRETAGSPREFERENSER

Generellt sett prioriteras företag med stigande vinster, positiva kassaflöden och sunda finanser. Allt större fokus riktas mot bolag med utdelningskapacitet och –vilja. Begreppet ”kvalitet” innefattande marknadsledarskap, framstående multinationella kunder, kritisk storlek, förmåga att etablera lönsamma affärsmodeller samt beprövad organisation är centralt vid Svolders aktieurval. Koncentrationen av aktieportföljen är i huvudsak genomförd. Antalet innehav är i den nedre delen av det uppsatta intervallet 20–30 innehav. Inriktningen mot företag med något större börsvärden och utdelningskapacitet kommer troligen att bestå.

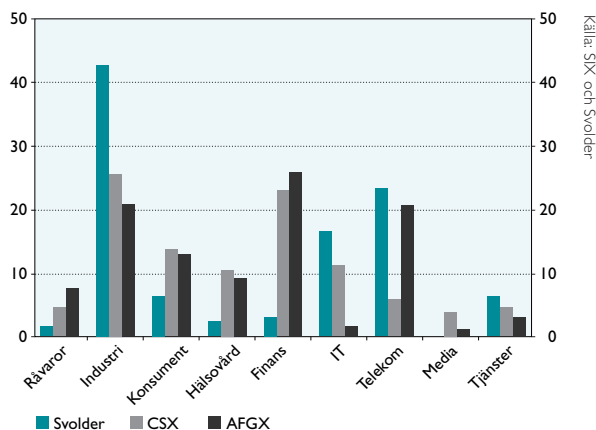
Branschuppdelningen för CSX skiljer sig från den samlade svenska börsen. Skillnaden mot föregående år är liten. Andelen Telekom är väsentligt mindre i CSX än AFGX, medan andelen IT är större i CSX. Branschindelningen är övergripande och schablonmässig. Det är i en del fall svårt att kategorisera bolagen till en enskild bransch.

Tas även hänsyn till de medelstora svenska bolagen, dvs de med börsvärden mellan ca 5 och 10 miljarder SEK, omfattas ytterligare ca 30 möjliga placeringsalternativ. Börsvärdet på denna grupp aktier är knappt 130 miljarder SEK och skulle vid ett konstruerat ”mid and small cap index” väga något mindre än de svenska småbolagen. De två branscherna **Industri** och **Finans** skulle vara störst även i ett sådant konstruerat index.

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 före-

tag som söks eller undviks, snarare än vilken bransch som eftersträvas eller underviktas.

BRANSCHVIKTNING I PROCENT¹⁾



¹⁾ Per 2003-08-31. Svolders portfölj utan likvida medel.

Efter ett par år med positiv utveckling för de svenska hushållens disponibla inkomster har sannolikheten för en svagare period ökat. I en sådan miljö påverkas privat konsumtion, inhemsk efterfrågan och egnahemspriser negativt. Tidigare stöd från lägre marknadsräntor kan inte heller förväntas. Bolag som påverkas av detta finns bland vissa industriföretag (t ex bygg), men främst inom branscherna **Konsumentvaror** och **Finans**. Den senare gruppen domineras av aktier i fastighetsbolag som, förutom av ett antaget höjt ränteläge, i flera regioner drabbas av höjda vakanser och svag hyresutveckling. Det är likaså svårt att se vad som skulle understödja värdena på större fastighetsbestånd om de utländska placerarnas intresse skulle upphöra. Positiva faktorer vid bedömningen av nämnda branschers aktier är dock vanligen hög direktavkastning och god utdelningskapacitet.

Två branscher som är vana vid att anpassa sina kostnader efter variationer i efterfrågan är **Råvaror** och **Industri**. Många företag inom till exempel traditionell verkstadsindustri och skog har hållit uppe sina vinster på ett föredömligt sätt, vilket till del beror på gynnsamma valutaförhållanden. Dessa har försämrats i och med att kronan har stärkts framför allt gentemot USD. Konkurrenskraften bedöms trots detta fortsatt som relativt god. Än så länge syns ingen betydande efterfrågeökning i företagens orderböcker, och resultatförbättringar beror på tidigare genomförda effektiviseringar. I takt med ökad säkerhet om konjunkturutvecklingen kommer aktierna fortsatt att kunna utvecklas väl. Det finns utifrån Svolders förväntade normalårsvinster lågt värderade företag inom främst den heterogena branschen **Industri**. Detta gäller även företag med verksamheter delvis relaterade till **Telekom**. Svolder har flera sådana aktieinnehav i sin portfölj och bedömer att i synnerhet dessa kommer att kunna se fram emot väsentligt förbättrade resultat under 2004.

Ordet ”tillväxtföretag” är värdeladdat. Från att under nittioalets senare del ha varit glorifierat, har benämningen hittills under tvåtusentalet ofta varit synonymt med svulstiga framtidsvisioner och kapitalförstörelse. Svolder

anser att det är viktigt att skilja på tillväxtföretag och förhoppningsföretag.

I gruppen **tillväxtföretag** finns bolag som verkar på en etablerad men föränderlig marknad, vanligtvis i god eller stark tillväxt. Företagen är lönsamma, men uppvisar sällan positiva kassaflöden till följd av att den starka expansionen binder kapital. Utdelningsnivån är vanligtvis låg, men kan kompenseras av god utdelningstillväxt. Denna grupp företag, oavsett bransch, bedömer Svolder generellt som mycket intressanta.

Förhoppningsföretag är verksamheter med ännu inte etablerade marknadsstrukturer och starkt negativa kassaflöden. Vinsterna för de företag som lyckas är mycket höga, men flertalet kommer inte nå kommersiella framgångar av värde för dess aktieägare. Förhoppningsföretagen behöver god tillgång på riskvilligt kapital och låga riskpremier. Finansiella rekonstruktioner, enstaka stororders eller samarbetsavtal kan få stor momentan kurseffekt, särskilt då börsvärdena för dessa företag numera är små efter en lång tid av svag kursutveckling. Branscherna Hälsovård, IT och Telekom är överrepresenterade bland förhoppningsföretagen. Långsiktiga ägare till denna grupp företag bör vara beredda på att kunna tillföra nytt kapital vid återkommande nyemissioner, eftersom de annars kan bli kraftigt utspädda. Förvärv och innehav av denna typ av aktier har vanligtvis för högt inslag av spekulation för att passa in i Svolders aktieportfölj.

Branschen **Hälsovård** indelas i medicinsk teknik och bioteknologi. Den förstnämnda är typisk för tillväxtföretag, den andra för förhoppningsföretag. Flera av de medicintekniska bolagen säljer etablerade produkter via egna globala försäljningsorganisationer. Produktprogrammen är ofta förhållandevis smala, företagen växer vanligen under god lönsamhet och finanserna är stabila. Eftersom börsvärderingarna är rimliga finns fortsatt förutsättningar för god kursutveckling och branschkonsolideringar. Bioteknikbolag är ofta synonymt med forskningsbolag utan större intäkter, men med stora förväntningar om framtida produktframgångar. Förutom svårigheterna att bedöma produkternas framtida potential är beroendet ofta stort av samarbetsavtal med stora läkemedelsbolag. Dessa är sekretessbelagda, vilket försvårar bolagens information och ökar risken för insiderhandel. En extern placerare hamnar inte sällan i ett informationsunderläge. Bolagen har till följd av starkt negativa löpande kassaflöden låga ambitioner och möjligheter att lämna aktieutdelning. Sammantaget bör riskpremier för bioteknikföretag vara höga.

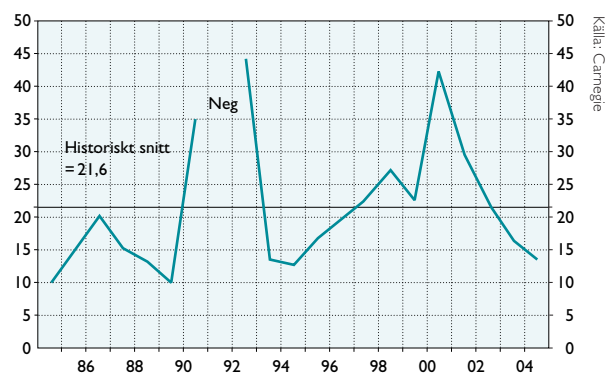
IT- och telekomföretagen drabbades hårdast av börsnedgången. I likhet med branschen Hälsovård kan dessa branscher uppdelas i tillväxt- och förhoppningsföretag. Eftersom börsnedgången varit i det närmaste branschgenerell finns det stora möjligheter att professionellt genomförd analys kan ge hög avkastning de närmaste åren. Resultat- och kassaflödestrender bland branschföretagen är inte längre entydigt negativa, även om det fortsättningsvis är motiverat att åsätta dessa företag höga riskpremier. De företag som snabbt anpassade sina kostnader

i stället för att hoppas på snar efterfrågeförbättring är i många fall nu inne i en intressant positiv trend. Detta har 2003 avspeglats i procentuellt dramatiska kurslyft, vilka dock är modesta i ett längre tidsperspektiv. Bruttomarginalerna är ofta höga och resultatförändringarna kan bli kraftiga om tillväxttrender kan etableras. En mängd bolag inom IT- och telekomsektorerna brottas dock fortsatt med finansiella problem, svag efterfrågan och bristande trovärdighet. Utdelningskapaciteten är låg bland nästan samtliga branschföretag. Behovet av selektivitet i analys och förvaltningsarbete kan inte överbetonas.

SLUTSATS

Värderingen av aktier i förhållande till räntebärande placeringar är historiskt sett låg. Den absoluta värderingen av svenska aktier är i nivå med snittet de senaste åren.

P/E-TAL STOCKHOLMSBÖRSEN



Riskpremier för att äga aktier har sjunkit till mer normala nivåer. Detta har lett till att kapitalflödena till börsen återigen är positiva och att riskvilligheten har ökat.

BNP-prognoser tyder på att tillväxten i världen har börjat stiga. Tydligast är detta i USA och flertalet asiatiska ekonomier. Europa, och främst Tyskland, kommer att ha en osedvanligt låg tillväxt 2003, men som troligen förbättras under 2004.

Efter de senaste årens kapacitets- och personalanpassningar har många företag sänkt sina kostnader dramatiskt. Återhämtningen för marginaler och resultat blir därmed snabb och kraftig när efterfrågan åter ökar. De väntade tecknen på stigande intäkter blir en mycket positiv signal till aktiemarknaden.

Utifrån Svolders förväntningar om fortsatt konjunkturförbättring, sänkta riskpremier – men sannolikt höjda obligationsräntor – förefaller investeringar i sektorer som läkemedel, konsumentvaror samt bygg och fastigheter som mindre attraktiva. Den höga direktavkastningen innebär dock att viss exponering är intressant.

Bättre resultat, starka kapitalflöden och sänkt riskpremie anses utgöra goda förutsättningar för företag inom tillväxtsektorerna, dock ej för flertalet förhoppningsföretag. En sektorrotation mot kvalitetsinriktade tillväxtbolag förväntas därför bestå.

RISKANALYS

Riskanalyser efterfrågas i ökad utsträckning av institutionella placerare och professionella aktörer på kapitalmarknaden. Modern portföljteori definierar ordet risk som en avvikelse, positiv eller negativ, från ett normalvärde. 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 över såväl substansvärdets som börskursens risk jämfört med Carnegie Small Cap Index (CSX) under verksamhetsåret 2002/2003.

Sammanfattning

Svolders portfölj och CSX, som är Svolders huvudsakliga jämförelseindex, uppvisar båda en betydligt bättre avkastning i absoluta tal jämfört med föregående år. Volatiliteten för Svolders portfölj har i år, liksom förra året, varit något högre än historiskt. Svolderaktien har haft en sämre avkastning än substansvärdet, eftersom den så kallade substansvärdesrabatten har ökat under året. Svolders portfölj har precis som tidigare år en mycket hög samvariation med CSX.

Genom konstruktion av en effektiv front erhålls 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 CSX. Den effektiva fronten har under perioden, precis som förra året, varit flack vilket tolkas som att ett högre risktagande endast kan ge ett litet ökat bidrag till avkastningen.

Verksamhetsåret 2002/2003

Svolders substansvärde har stigit 1,0 procent under verksamhetsåret inklusive lämnad utdelning på 5,2 procent. Detta ska jämföras med 13,8 procent och en uppskattad snittutdelning på drygt 2,0 procent för CSX. I CSX ingick OM, Kinnevik och WM-data under vissa goda börsperioder, men inte under andra sämre. Detta har givit CSX ett positivt onormalt bidrag på 2–3 procentenheter. Svolders portfölj har utdelningsjusterat även efter kompensation för dessa bolag gått sämre än CSX.

AVKASTNING

	Avkastning	Utdelning	Totalt
Substansvärdet	-4,3%	5,2%	1,0%
Svolderaktien	-12,3%	5,1%	-7,2%
CSX	13,8%	2,0%	15,8%

Svolderaktien har under samma period avkastat -7,2 procent justerat för utdelning. Aktien har sålunda utvecklats sämre än substansvärdet. Förklaringen till skillnaden är att den så kallade substansvärdesrabatten, skillnaden mellan aktiens pris och substansvärde, har ökat från en premie på 2,0 procent i augusti 2002 till en rabatt på 6,5 procent.

Korrelation

Samvariationen (korrelationen) mellan Svolderaktien och substansvärdet har minskat något sedan föregående år och är nu 0,51. Korrelationen mellan substansvärdet och CSX har däremot ökat till 0,93. Under de senaste sex åren har korrelationen mellan substansvärdet och CSX varierat mellan 0,73 och 0,93, vilket visar att Svolders portfölj har en hög och stabil samvariation med CSX.

KORRELATION

	Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
Substansvärdet	1,00		
Svolderaktien	0,51	1,00	
CSX	0,93	0,61	1,00

VOLATILITET

	Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
	30,9%	32,6%	21,9%

Volatiliteten har detta verksamhetsår ökat för substansvärdet. Denna har historiskt legat strax över 20 procent men har i år samt föregående år varit högre. Volatiliteten för Svolderaktien, som förra året var betydligt högre än tidigare år, har i år kommit tillbaka till en volatilitet på strax över 30 procent. 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 sharpekvoten. I år är sharpekvoten för substansvärdet och Svolderaktien negativa varför någon jämförelse inte görs.

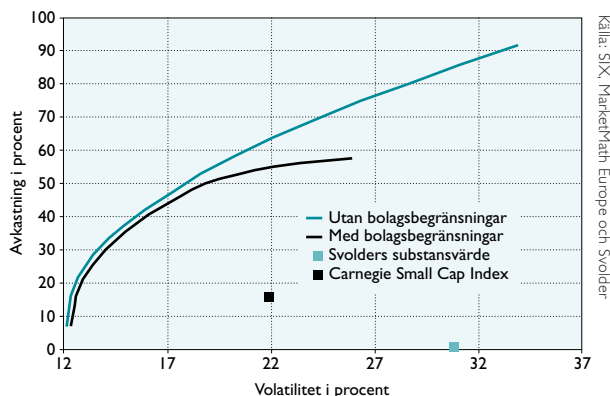
	Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
Sharpekvot	-0,07	-0,31	0,58

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

EFFEKTIVA FRONTEN



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 endast ett fåtal 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.

I 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 är därför mer lämplig att använda vid en bedömning av Svolders portfölj.

I figuren ser man att avvikelserna mellan de båda frontkurvorna ökar med växande risk. Anledningen är att högre risk oftast innebär investeringar med stora andelar i få bolag, vilket tillåts i den vänstra kurvan men inte i den högra som modellerar 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 innehas av Svolder till avvikelserna i kurvorna. Likviditetsaspekter gör dock att portföljer i området mellan de bägge kurvorna i praktiken knappast är realistiska.

Svolders portfölj har utdelningsjusterat haft en liten positiv avkastning medan CSX utdelningsjusterat har haft en kraftigare positiv avkastning. Svolder har trots en ökad risk inte lyckats åstadkomma någon överavkastning jämfört med CSX, utan ligger utdelningsjusterat under avkastningen i CSX.

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. Spridningen mellan bolagen är stor och resultatet är mycket känsligt för valet av enskilda aktieslag även inom branscher.

SVOLDERS KOMMENTAR

Verksamhetsåret 2002/2003 var ett svagt år relativt flera svenska börsindex. Vid analys av förvaltningsresultat enligt modern portföljteori beaktas särskilt utvecklingen relativt jämförelseindex ("benchmark") och den risk som tagits ("volatilitet"). Valet av jämförelseindex är centralt i sådan riskanalys. Svolders placeringsuniversum omfattar även gruppen bolag med marknadsvärden om ca 5 till 10 miljarder SEK, vilka inte ingår i CSX. Likaså gör de rörliga indexgränserna för CSX att bolag ibland har en ologiskt stor eller liten inverkan på index. Det finns inte heller någon branschnedbruten officiell statistik för CSX, vilket leder till vissa utvärderingsproblem. Detta sägs inte för att försvara ett otillfredsställande utfall, utan som en förklaring till att CSX som jämförelseindex blivit mindre tillämpligt för Svolder.

Riskanalyser har genomförts de senaste sju åren. I år, liksom ifjol, har en lägre avkastning till högre risk gällt för portföljen. Denna negativa utveckling skiljer sig från tidigare analyser som i tre fall påvisat meravkastning till lägre risk, en gång lägre avkastning till lägre risk samt en gång en riskjusterad avkastning i nivå med CSX.

Svolders aktieportfölj är inte någon indexportfölj, utan aktieurvalet baseras på de enskilda aktiernas/bolagens särskilda egenskaper ("stock picking"). Antalet innehav

har minskat under senare år som en konsekvens av önskad portföljkoncentration. Detta torde ha ökat uppvisad volatilitet, även om önskad riskreducering oftast uppnås med en portfölj av tioalet aktier. Under det senaste året har särskilt övervikten av industri- och telekomrelaterade aktier samt undervikten av finans- och hälsovårdaktier höjt portföljrisken. Detta har varit en medveten strategi, även om den det senaste verksamhetsåret endast varit framgångsrik när det gäller exponeringen mot de telekomrelaterade aktierna. Portföljstrategin uppställer inga maximi- eller minimikrav för aktieportföljens risk, mätt utifrån portföljteoretiska riskmått. Däremot utgör gränserna 15 procent för innehav i enskilt bolag respektive som andel av portföljen, en riskbegränsning.

Substansvärdet fortsätter att ha mycket hög samvariation med CSX, högre än förväntat utifrån fjolårets modifiering av Svolders placeringsuniversum. Detta bekräftar att CSX fortsatt är ett relevant jämförelseindex.

Korrelationen mellan aktiekurs och substansvärde ökade föregående verksamhetsår. Detta år faller det tillbaka mot tidigare års värden. Det kan tyckas förvånande då mycket av Svolders redovisningsinformation särskilt betonar substansvärdets utveckling.

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 en 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 dessutom 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. Intäcks- 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 såvida delägarrätten inte hänför sig till ett sk skalbolag. 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. I underlaget för schablonintäkten skall med verkan på beskattningsår som påbörjas efter utgången av 2003 inte räknas in värdet av näringsbetingade andelar. Med näringsbetingade andelar avses andelar i onoterade aktiebolag och ekonomiska föreningar samt andelar i marknadsnoterade aktiebolag som innehafts minst ett år före ingången av beskattningsåret och som motsvarar minst tio procent av röstetalet för samtliga andelar i företaget. Även andelar i en utländsk juridisk person kan under vissa förutsättningar vara näringsbetingade andelar. I underlaget för schablonintäkten skall inte heller räknas in egna aktier och derivat i egna aktier. Genom att ett investmentföretag medges avdrag för lämnad utdelning kommer företaget inte att behöva erlagga skatt i den mån den beslutade utdelningen motsvaras av schablonintäkten, mottagna utdelningar och finansnetto efter avdrag för förvaltningskostnader.

Avskattning

Om ett företag inte längre uppfyller de krav som uppställs för att vara ett investmentföretag skall i princip företaget tidigare skattefria kapitalvinster skattas av i samband med karaktärsbytet. Denna avskattning innebär att företaget schablonmässigt skall ta upp en avskattningsintäkt mot-

svarande 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. I underlaget skall inte ingå sådana delägarätter som inte heller skall räknas in i schablonintäkten, se ovan.

Någon avskattningsintäkt beräknas dock inte till den del företagets 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 bolagsstämman – 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, o.s.v.

En kapitalvinst på näringsbetingade andelar (se ovan) är från den 1 juli 2003 skattefri medan en förlust på sådana andelar inte är avdragsgill. För motsvarande kapitalvinst och kapitalförlust som uppkommer i handelsbolag gäller särskilda regler.

INNEHAV

BESTHAND · BIACORE · MICRONIC · NOLATO · PROFFICE · TRELLEBORG · XPONCARD

Svolder hade på balansdagen 20 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. Texterna är färdigställda under mitten av oktober månad 2003.

BESTHAND

Svolders innehav	6 253 804 aktier
Konverteringslån	nom 1,2 MSEK (1 200 000 aktier)
Andel av substansvärdet	3,1%
Svolders andel (före konv)	19,5% av kapital och röster
Bokfört värde (inkl konv lån)	2,20 SEK (16,4 MSEK)

Besthand utgör Svolders enda onoterade aktieinnehav. Innehavet har funnits i aktieportföljen sedan våren 2001, och omfattar förutom aktier också ett mindre konverteringslån. Bolagets största ägare är H&B Capital, ett investeringsbolag med institutionell ägarkrets och specialiserat på hälsovård och konsumentvarumärken. Även Besthands företagsledning och styrelseledamöter ingår bland bolagets ägare.

Besthand bedriver bemannings- och säljstödande verksamhet för detaljhandeln. Företaget startade 1993 under namnet Säljexpo och bedrevs i mindre skala fram till år 2000. Sedan dess har nuvarande verksamhet byggts upp genom förvärv och organisk tillväxt. Tillväxttakten har varit mycket hög och verksamheten är idag rikstäckande. Ambitioner att även etablera sig i övriga Norden finns, men de är för närvarande inte aktuella.

Omsättningen 2003 beräknas till ca 170 miljoner kronor. Antalet hel- och deltidsanställda är för närvarande drygt 900 personer. Av koncentrationsskäl avyttrades under våren 2002 reklambyrån Marknadsmix.

MSEK	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾
Omsättning	14	12	79	110	146
Res efter fin netto	2	-1	-27	-24	-13

¹⁾ Rullande 12 månader per augusti 2003.

Besthands kunder är såväl butikskedjor som livsmedelsproducenter. Kundlistan uppstår en mängd kända varumärken och företagsgrupper, bland annat Carlsberg, GB Glace, Valio, Göteborgs Kex, Findus, Axfood, ICA Handlarna, Nestlé, SCA och Cloetta Fazer.

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

Förändringsarbetet i dagligvarubranschen sker snabbt och ett antal nya förutsättningar har skapats. Utvecklingen drivs av lönsamhetsskäl, stärkt konsumentmedvetenhet samt internationella förebilder. Butikskedjorna har blivit större och kostnadseffektivare. Den lokala butiken bedriver inte längre några leverantörsorienterade förhandlingar – detta sker av kostnadsskäl i stället centralt. Säljkårens arbete blir därför mer fokuserat på exponeringsarbete.

Mindre tid ägnas också åt matförberedelser hos det enskilda hushållet. Hälften av konsumenternas middagsinköper sker tämligen oplanerat och skapas i allt större utsträckning utifrån exponering och upplevelse. Den lokala butiken blir marknadsplatsen och den naturliga platsen för kundbearbetning. Karaktären av marknadsbearbetning skiftar också under såväl dag som vecka.

Svolders kommentar

Besthands ägarsituationen har skapat nödvändig finansiell stabilitet i ett allmänt dåligt riskkapitalklimat. Bolagets operationella risk bedöms som förhållandevis låg, då detaljhandeln är tämligen konjunkturoberoende och verksamheten inte är särskilt kassaflödeskrävande.

Branschkunskap i ledning och styrelse skapar i sin tur en trygghet för ägarna, där H&B har en väsentligt mer aktiv ägarroll än Svolder.

Svolders ägarandel kan komma att öka från 19,5 procent till 22,5 procent av bolaget efter konvertering. Andelen är onormalt hög för ett portföljbolag. Motivet för detta grundas på att det ursprungligen var detta alternativ som fanns för att bli ägare i bolaget samtidigt som en balanserad ägarkrets kunde uppnås.

Besthand har vuxit mycket snabbt. Detta visar på en kommersiell acceptans hos en mycket professionell kundgrupp. Men tillväxten har också skapat ”växtvärk” och ett flertal organisationsförändringar. Bolaget har under det senaste halvåret börjat få större stabilitet och försäljningsarbetet blir mer inriktat på utveckling av existerande avtal. Möjligheterna till interna effektiviseringar är betydande och uppstår successivt en större del av ledningens arbete. Ledningsfunktionerna har också blivit tydligare samtidigt som ekonomisk kontroll och prognosförmåga förbättrats. Besthand har sedan början av 2003 uppvisat positivt kassaflöde och från i sommar även positivt nettoresultat.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾	Årlig tillväxt 4 år
Omsättning	1,40	1,20	4,20	3,60	5,10	38%
Res efter skatt	0,20	-0,10	-1,40	-0,80	-0,10	em
Eget kapital	0,40	0,40	0,60	0,10	0,10	-29%
Utdelning	-	-	-	-	-	em

¹⁾ Svolders prognos.

Målet har varit att marknadsnotera Besthand under 2003. Till följd av rådande svaga nyintroduktionsklimat samt en långsammare väg till lönsamhet än förväntat, har målet skjutits fram i tiden. Svolder skall inte långsiktigt kvarstå som ägare i Besthand om en marknadsnotering inte kan aktualiseras. Svolders bokförda värde om 16,4 MSEK utgör också anskaffningsvärde och bedömt marknadsvärde. Vid en jämförelse med de börsnoterade svenska bemanningsföretagen Poolia och Proffice framstår värdet som försiktigt utifrån främst omsättningsrelaterade nyckeltal.

BIACORE

Svolders innehav	52 250 aktier
Andel av substansvärdet	2,0%
Svolders andel	0,5% av kapital och röster
Aktiekurs (börsvärde)	201,00 SEK/aktie (1960 MSEK)

Uppsalaföretaget Biacore utvecklar och säljer avancerade bioanalytiska instrument. Systemen utför kontinuerlig optisk mätning och datorbaserad analys av bindningar mellan molekyler i proteiner. Tekniken är ledande på området och baseras på så kallad ytplasmonresonans (SPR). Genom att studera små förändringarna i biomolekyleras sätt att samverka kan forskarna öka kunskapen dels om bakgrunden till sjukdomar och dels om skillnaderna i effektivitet hos olika läkemedel. Det första biosensorsystemet kom ut på marknaden 1990. Biacore utvecklar och förbättrar hela tiden produkternas prestanda och har sedan 1993 lanserat minst ett nytt system per år.

MSEK	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾
Omsättning	340	439	544	614	567
Res efter fin netto	75	87	78	120	110

¹⁾ Rullande 12 månader per juni 2003.

Biacores främsta målgrupper är läkemedels- och bioteknikindustrin samt statliga och andra forskningsinstitutioner. I nuläget står akademiska institutioner för två tredjedelar av omsättningen. Användningsområden för systemen är främst biovetenskaplig grundforskning och utveckling av nya läkemedel. Teknologin kan också användas för exempelvis livsmedelsanalys eller miljökontroll.

KURSUUTVECKLING



Bolaget har ca 90 procent av världsmarknaden för SPR-baserade analysystem och samtliga större läkemedels- och bioteknikföretag finns bland kunderna. Marknadsföring bedrivs globalt via egna säljbolag eller filialer på viktiga marknader. Det mesta av koncernens utvecklingsarbete och produktion sker i Sverige. Drygt 40 procent av intäkterna kommer från den amerikanska marknaden, medan resten av försäljningen är jämnt fördelade mellan

Europa och Asien. Tillväxten för biovetenskapliga analysinstrument ligger historiskt sett på 10 till 15 procent årligen. Efterfrågan drivs av läkemedels- och bioteknikindustrins behov att ständigt sänka kostnader och tidsåtgång för framtagandet av nya läkemedel. Snabba framsteg inom genforskningen bidrar samtidigt till ett starkt ökat intresse hos industrin för att kartlägga och forska kring proteiner.

Omsättningen sjönk under det första halvåret 2003. Försäljningen till akademiska institutioner ökade, men efterfrågan påverkades negativt på den viktiga amerikanska marknaden av försenade utbetalningar av statliga forskningsanslag. Kunderna inom biotekniksektorn led av dåliga kassaflöden och hade därmed begränsade möjligheter att investera i nya analysinstrument. Aktiemarknadens nyvaknade intresse för bioteknikaktier är dock positivt för bolagens framtida finansieringsmöjligheter. Läkemedelsbolagen sköt upp sina investeringsbeslut till följd av allmän ekonomisk och politisk osäkerhet. Vinstutsikterna för läkemedelsindustrin har dock stabiliserats på senare tid.

Svolders kommentar

Sedan början av nittioalet har Biacore redovisat en stadigt växande omsättning. För 2003 räknar bolaget däremot med att försäljningen kommer att understiga fjolårets mot bakgrund av rådande marknadsförhållanden och ofördelaktiga valutarörelser. Det starka produktsortimentet och den etablerade kundbasen talar dock för att bolaget kommer in i en ny god tillväxtfas när marknaden normaliseras igen. Under nästa år lanseras dessutom en ny och snabbare systemgeneration med bredare tillämpningsområde.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾	Årlig tillväxt 4 år
Omsättning	35	45	56	63	59	14%
Res efter skatt	5,30	6,10	5,20	8,30	11,30	21%
Eget kapital	44	51	58	65	72	13%
Utdelning	-	-	-	3,00	3,50	em

¹⁾ Svolders prognos.

Biacore är ett förhållandevis litet och nischinriktat bolag i en global sektor. Aktien värderas lågt jämfört med andra börsnoterade och betydligt större bolag. Branschen är under omstrukturering och amerikanska General Electrics nyligen aviserade bud på brittiska Amersham har satt fart på spekulationerna om potentiella uppköpsobjekt. I sammanhanget är det värt att notera att Biacores huvudägare, läkemedelsjätten Pfizer, just nu renodlar koncernen efter förvärvet av Pharmacia. Pfizer äger 41 procent av aktierna i bolaget.

MICRONIC

Svolders innehav	430 000 aktier
Andel av substansvärdet	5,2%
Svolders andel	1,1% av kapital och röster
Aktiekurs (börsvärde)	63,50 SEK/aktie (2 440 MSEK)

Micronic utvecklar och tillverkar laserritare som används av elektronikindustrin för framställning av sk fotomasker. Dessa fotomasker används i sin tur i produktionen av halvledarkretsar och bildskärmar. Teknologin kallas mikrolitografi. De tekniskt avancerade produkterna erbjuder både hög upplösning, dvs förmågan att rita de minsta detaljerna på fotomasken, och hög produktivitet i tillverkningsprocessen. Bolaget är sedan länge dominerande leverantör av mönsterritare till bildskärmsindustrin och har de senaste åren även etablerat sig på halvledarmarknaden. Under 2003 har hittills 8 system beställts, varav 2 från halvledarindustrin. Koncernen tyngs dock fortfarande av kundernas låga utrustningsinvesteringar samt av stora kostnader för framtagandet av nya produkter.

MSEK	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾
Omsättning	213	704	699	496	346
Res efter fin netto	-73	90	9	-87	-126

¹⁾ Rullande 12 månader per juni 2003.

Marknaden är global och nära samarbeten med kunder och underleverantörer är vanligt. Micronic arbetar i utvecklingsprojekt tillsammans med de världsledande halvledarbolagen amerikanska Intel och holländska ASML. Mer än en tredjedel av koncernens anställda arbetar med forskning och utveckling. Marknadsföring och försäljning sker från Sverige samt med hjälp av lokala agenter och distributörer. På de största marknaderna, Japan och USA, har bolaget byggt upp egna serviceorganisationer.

KURSENTVECKLING



Inom bildskärmssegmentet har Micronic nått en stark och lönsam position genom tekniskt ledarskap och effektiv kundsupport. Användningen av platta bildskärmar växer snabbt. De finns numera i allt från datorer till mobil-

telefoner och tv-apparater. Efterfrågan på mönsterritare är kopplad till teknikutveckling och nya konstruktioner av bildskärmar. Det finns därför inget direkt samband på kort sikt mellan Micronics försäljningsvolym och tillväxten på bildskärmsmarknaden.

Halvledarindustrins utmaning är att möta marknadens ständiga efterfrågan på mindre komponenter med högre prestanda och samtidigt reducera tillverkningskostnaderna. De flesta konkurrenter tillhandahåller elektronstråleritare. Dessa har generellt bättre upplösning än laserritare, men är samtidigt långsammare och därmed dyrare att använda vid tillverkningen av allt mer avancerade fotomasker. Micronics senaste system för halvledarsegmentet kombinerar hög upplösning med hög rithastighet, vilket ger en viktig konkurrensfördel. De senaste årens svaga halvledarmarknad, bl a till följd av låg försäljning av datorer, har inneburit kraftigt minskade investeringar hos kunderna. Det finns därför sannolikt ett stort uppdämt kapacitetsbehov då efterfrågan tar fart igen.

Svolders kommentar

Marknaden inom framförallt halvledarsidan består av ett fåtal kunder och karaktäriseras av stora och till antalet få beställningar. Leveransvärdet är således ofta mycket stort. Detta leder till att Micronics ordergång och intäkter kan variera kraftigt mellan både kvartal och verksamhetsår. Effekten blir att bolagets resultatutveckling är svår att prognostisera.

Två vinstvarningar i följd under hösten och vintern 2002 gjorde Micronic till en stor negativ bidragsgivare under första delen av Svolders verksamhetsår. Sedan våren 2003 har förhållandet varit det omvända. Bolaget har redovisat ett starkt orderflöde och genomfört en framgångsrik företrädesemission.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾	Årlig tillväxt 4 år
Omsättning	15	37	36	26	17	2%
Res efter skatt	-3,80	3,70	0,40	-3,30	0,30	em
Eget kapital	10	36	36	33	25	25%
Utdelning	-	-	-	-	-	em

¹⁾ Svolders prognos.

Aktiemarknadens förväntningar är högt ställda och diskonterar en fortsatt återhämtning för halvledarindustrin. Micronic måste börja kapitalisera på de stora belopp som lagts ned på produktutveckling de senaste åren. Systemens höga tekniknivå och marknadens långsiktiga tillväxtpotential imponerar emellertid.

Bildskärmsindustrin bedöms fortsätta växa med 10 till 30 procent årligen. Samtidigt har Micronic möjlighet att ta betydande marknadsandelar på halvledarsidan tack vare det nya Sigma-systemet. Marknaden för mönsterritare till halvledare är samtidigt flera gånger större än den för bildskärmar. Koncernens förbättrade finanser stärker den positiva bilden.

NOLATO

Svolders innehav	1 764 815 aktier
Andel av substansvärdet	14,3%
Svolders andel	6,7% av kapital och 3,5% av röster
Aktiekurs (börsvärde)	42,70 SEK/aktie (1 123 MSEK)

Nolato är en högteknologisk systemleverantör av polymera produkter till globala kunder inom mobil telefoni och övrig telekom (Sony Ericsson, Siemens mfl), hushåll (bl a Electrolux), fordon (t ex Volvo, Saab), konsumentelektronik samt medicinteknik. Verksamheten bedrivs i de fyra affärsområdena Telecom, Industrial Sweden, Industrial Central Europe och Medical. Affärsområdena Telecom och Industrial svarade för 60 respektive 37 procent av omsättningen under första halvåret 2003.

MSEK	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾
Omsättning	2 145	3 302	2 359	1 936	2 316
Res efter fin netto	226	101	-564	36	54

¹⁾ Rullande 12 månader per juni 2003.

Efter en expansiv period under 1990-talet övergick Nolato från slutet av år 2000 till att omstrukturera koncernen genom att minska och flytta kapacitet, sälja bolag samt slå ihop operativa enheter. Detta arbete pågick två år i koncernen, men mest i det hårdast drabbade affärsområdet Telecom. Syftet med omstruktureringen var att sänka kostnaderna. Viktigt var dock att behålla den starkt decentraliserade organisationen som Nolato byggt upp.

KURSUMVECKLING



Åren 2000 och 2001 redovisades jämförelsestörande kostnader om netto cirka 600 MSEK. Förutom att aktiemarknadens förtroende minskade för bolaget, så innebar dessa poster att balansräkningen avsevärt försvagades. Under våren 2002 genomfördes en nyemission om 263 MSEK i syfte att säkerställa långfristig finansiering och expandera i Kina inom Telecom samt i Ungern inom Industrial.

Med början under fjärde kvartalet 2002 har omsättning och resultat ökat dramatiskt. Dessa kvartal har alla affärsområden haft positiva rörelseresultat. Marginalerna har dock en bit kvar till historiska toppnivåer. En viktig

faktor bakom omsättnings- och resultatutvecklingen är att Nolato under 2002 inledde ett långsiktigt samarbete med Siemens avseende mobiltelefoner. Dessutom levererar Nolato komponenter till några av Sony Ericssons storsäljare.

Svolders kommentar

Svolder har varit ägare till Nolatoaktier under olika stadier av bolagets utveckling och följt bolaget en lång tid. Bedömningen är att bolaget nu har kommit igenom en mycket tuff period och att den återskapade positiva omsättnings- och resultatutvecklingen kommer att fortsätta. En viktig faktor för att fullt ut få tillbaka aktiemarknadens förtroende är att de jämförelsestörande posterna upphör. Det ger en jämnare och mer förutsägbar resultatutveckling, samtidigt som det signalerar att koncernens omstrukturering är genomförd.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾	Årlig tillväxt 4 år
Omsättning	100	154	110	79	100	-0%
Res efter skatt	7,70	2,50	-20,00	2,50	1,30	-36%
Eget kapital	34	34	16	24	24	-8%
Utdelning	2,20	-	-	0,50	0,75	-24%

¹⁾ Svolders prognos.

Kombinationen av stabiliteten och lönsamheten i Industrial och Medical, parat med tillväxten i Telecom ger en intressant resultatpotential. Den breddade kundbasen inom Telecom är viktig för att utjämna de snabba svängningarna i mobiltelefonibranschen. Etableringen i Kina är av stor betydelse, både för den framtida resultatutvecklingen och för bolagets anseende på aktiemarknaden. Förtroendet för Nolato tål inte ett misslyckande i Kina, då tidigare förvärv och etableringar i USA och Ungern inte visat sig så framgångsrika som förespeglats. Att dessutom nyemissionen motiverades med satsningar utomlands gör det än viktigare. Lönsamhetsproblemen i Ungern har varit svårlösta och bolaget har därför nyligen meddelat att en fabrik stängs och verksamheten framöver sker i den andra. En engångskostnad om ca 50 MSEK kommer därför att redovisas i det tredje kvartalet 2003.

Efter den kraftiga omstruktureringen som Nolato nu genomfört är det svårt att bedöma resultat- och marginalnivåer. Dessutom har förutsättningarna i telekombranschen förändrats radikalt de senaste åren. Under antagande att de marginaler som nåddes under åren 1997-1999 inte nås framöver, kan en normalårsvinst beräknas till ca 5 SEK per aktie. Denna vinstnivå förväntas de närmaste åren, vilket gör värderingen attraktiv. Positivt är även det faktum att utdelningen till aktieägarna återupptogs så snabbt.

Efter en stark kursutveckling har innehavet i Nolato kommit att närma sig den övre andelsgränsen på 15 procent av substansvärdet. Som en följd därav har Svolder valt att minska exponeringen något, vilket innebar en nedflagging till 1 300 000 aktier den 8 oktober 2003.

PROFFICE

Svolders innehav	582 000 aktier
Andel av substansvärdet	2,5%
Svolders andel	0,9% av kapital och 0,6% röster
Aktiekurs (börsvärde)	23,00 SEK/aktie (1 540 MSEK)

Proffice är ett bemanningsföretag som verkar inom personaluthyrning, rekrytering, outsourcing samt karriär- och utvecklingsprogram. Bolaget grundades 1960 och har varit noterat på Stockholmsbörsen sedan 1999. Koncernen har drygt 6 500 anställda och finns på cirka 70 orter i Norden. Sverige och Norge är de två största marknaderna, vilka står för 56 respektive 37 procent av omsättningen. Det största affärsområdet är personaluthyrning som svarar för 82 procent av omsättningen. Proffice är det tredje största bemanningsföretaget i Norden efter Manpower och Adecco. I Sverige, där fyra bolag har över 75 procent av marknaden, är bolaget tvåa med en marknadsandel på drygt 20 procent (2002).

MSEK	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾
Omsättning	1 388	2 348	2 770	3 066	3 182
Res efter fin netto	54	134	30	20	-16

¹⁾ Rullande 12 månader per juni 2003.

Bolaget har ett brett erbjudande av kompetenser inom mängd olika branscher. Antalet kunder uppgår till ca 9 000.

De senaste åtta åren har Proffice genom en kombination av organisk tillväxt och förvärv uppvisat en genomsnittlig omsättningsökning om 49 procent. Målsättningen är fortsatt expansion för att bli ett av de två ledande bemanningsföretagen i Norden.

KURSENTVECKLING



Bemanningsbranschen har en hel del tuffa utmaningar att brottas med såsom rådande konjunktur och hård prispress. De nuvarande kollektivavtalen i Sverige har ökat kostnaderna och minskat flexibiliteten för bemanningsbranschen. Företrädare för branschen har kommunicerat att man ännu inte sett några tecken på förbättring av marknaden, möjligen med undantag för underleverantörer inom fordons- och telekomindustrin. När en förbättring av marknaden sker undviker bolagens kunder,

i ett tidigt skede, att öka sina fasta kostnader. Detta brukar medföra en kraftigt ökad efterfrågan för bemanningsföretagen.

Bemanningsbolagens kostnadsstruktur ger en finansiell hävstång vid små volymökningar. Låga kostnader per anställd gör också bolagen konkurrenskraftiga prismässigt gentemot traditionella konsultbolag. Breddning av tjänsteutbudet på den avreglerade svenska marknaden och kundernas allt större fokus på kärnverksamhet skapar likaså möjligheter för tillväxt.

Penetrationsgraden (antalet anställda i bemanningsföretag i relation till totala antalet anställda) i Norden är betydligt lägre än EU-genomsnittet, vilket också skapar potential för framtida tillväxt. De nuvarande kollektivavtalen i Sverige kan hämma denna utveckling. Risken finns också att de pågående neddragningarna för bemanningsföretagen inom vårdsektorn sprider sig till annan offentlig förvaltning.

Proffice finansiella ambition är att rörelsemarginalen skall uppgå lägst till 6 procent över en konjunkturcykel. Målsättningen är att dela ut 50 procent av vinsten efter skatt till aktieägarna. Historiskt har bolaget visat att rörelsemarginalmålet kan uppnås och utdelning har givits inom ramen för bolagets målsättning.

Svolders kommentar

Svolder investerade i Proffice under sommaren 2003. Aktiekursen följde dessförinnan inte med i den börsuppgång som pågick, trots att bemanningsföretagen borde vara tidigt cykliska.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1999	2000	2001	2002	2003p ¹⁾	Årlig tillväxt 4 år
Omsättning	22	35	41	46	48	22%
Res efter skatt	0,50	1,10	0,20	0,00	0,10	-39%
Eget kapital	4	6	6	6	5	3%
Utdelning	0,13	0,50	0,25	0,25	0,10	em

¹⁾ Svolders prognos.

Proffice har under en period av vikande marknad visat på omsättningsstillväxt och ökat sin marknadsandel. Danmark och Finland är två marknader där Proffice har en liten verksamhet idag. Här finns goda möjligheter att växa och ta marknadsandelar. Den svaga efterfrågan har dock resulterat i försämrade marginaler och därigenom sämre resultat. Bolagets storlek, breda tjänsteutbud och geografiska spridning är en styrka vid ramavtalsupphandlingar. Genomförda effektiviseringsåtgärder samt skalfördelar kommer att höja marginalerna vid volymökningar. Därmed har Proffice goda möjligheter att på sikt infria de finansiella målsättningarna.

TRELLEBORG

Svolders innehav	440 000 aktier
Andel av substansvärdet	8,7%
Svolders andel	0,5% av kapital och 0,2% av röster
Aktiekurs (börsvärde)	104,00 SEK/aktie (9 423 MSEK)

Trelleborg inledde 1999 en större omvandling och renodling från ett industri- och handelskonglomerat till en mer fokuserad industrikoncern. En kärnverksamhet definierades, till vilken en rad förvärv har genomförts. Samtidigt påbörjades avyttringen av de delar som inte ansågs passa in. Denna process har inneburit att såväl stora positiva som negativa jämförelsestörande poster har redovisats och kraftigt påverkat de synliga resultaten. Den underliggande resultatutvecklingen i kärnverksamheten har varit betydligt stabilare. Under omstruktureringsfasen har även kapitalstrukturen setts över, vilket lett till hög utdelning och omfattande återköp av egna aktier.

MSEK	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾
Omsättning	23 345	13 654	18 760	17 630	16 931
Res efter fin netto	150	1 141	727	677	805

¹⁾ Rullande 12 månader per juni 2003.

Trelleborgskoncernen är idag en global industrikoncern med verksamhet i ett 40-tal länder. Basen för verksamheten är spetskompetens inom polymera material. Bland produkterna kan nämnas antivibrationsprodukter till främst den lätta fordonsindustrin, solida industriidäck för truckar och specialdäck till lantbruks- och skogsmarknaden samt produkter för tätning och fuktisolering till byggindustrin. Verksamheten är fokuserad mot kunder inom fordons-, bygg- och övrig industri. Det nyligen aviserade stora förvärvet av det engelska företaget PSS innebär att koncernen numera är uppdelad i fem affärsområden. PSS utvecklar, tillverkar och säljer polymerbaserade precisionstätningar. Kunderna finns huvudsakligen inom fyra marknadssegment – industriella applikationer, fordonsindustri, flygindustri samt rörtätningar.

KURSUUTVECKLING



En tydlig ambition är att sträva efter marknadsledarskap inom väl avgränsade produkt- och marknadsområden.

Efter förvärvet av PSS kommer mer än 90 procent av kärnverksamhetens omsättning från produkter med ledande positioner. Omsättningens geografiska fördelning är 70 procent i Europa, 20 procent i USA och 10 procent Övrigt. Fördelningen av antalet anställda är snarlik.

Stort arbete har lagts ned på att integrera de förvärvade företagen och sänka kostnaderna i koncernen. Svag volymutveckling och ökade råvarupriser har till stor del kunnat kompenseras med bättre produktivitet och integrationsvinster. Även om mycket avrationaliseringsarbetet är genomfört beräknas de senast igångsatta åtgärderna kunna höja marginalerna med ytterligare cirka 1 procentenhet under en tvåårsperiod.

Svolders kommentar

Innehavet i Trelleborg utökades under verksamhetsåret och var på bokslutsdagen det tredje största. Motivet till förvärvet var bedömningen att större delen av omstruktureringen var klar och att de jämförelsestörande posterna därmed kommer att minska. Vidare uppskattades starka marknadspositioner med etablerade kundkontakter, bra vinstpotential, låg finansiell risk samt hög utdelningskapacitet och direktavkastning. Utifrån ovanstående kriterier ansågs värderingen låg på ett flertal nyckeltal. Vid försiktiga konjunkturella antaganden förväntas vinsten per aktie uppgå till 10–11 SEK.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾	Årlig tillväxt 4 år
Omsättning	190	119	186	195	205	2%
Res efter skatt	8,30	7,10	5,20	4,70	7,80	-2%
Eget kapital	79	85	89	87	90	3%
Utdelning	3,25	3,75	4,00	4,25	4,50	8%

¹⁾ Svolders prognos.

Den expansion som skedde i och med förvärvet av PSS framstår för en utomstående betraktare som logisk. Företagspriser kan alltid diskuteras, men industriellt finns intressanta beröringspunkter med den tidigare verksamheten. Företagsledningens goda historik vid företagsförvärv gör att den stora goodwillposten på ca 4 500 MSEK känns mindre oroande. Detsamma gäller det faktum att skuldsättningsgraden hamnar något över koncernens mål. Att öka den finansiella hävstången inför en förväntad konjunkturuppgång innebär normalt sett en god utväxling på resultatet. Till detta kommer de kommunicerade synergier om ca 100 MSEK årligen som får fullt genomslag efter ca 3 år. Koncernens ökade storlek har fört med sig ett avsevärt större intresse för aktien på Stockholmsbörsen.

Bland de tillgångar som inte ingår i kärnverksamheten finns huvudsakligen 49 procent i handelskoncernen Trenor, med bl a VVS- och elgrossisten Ahlsell. Innehavet bidrar årligen till resultatet och bedöms vara mycket lågt bokfört. Svolder beräknar att övervärdet på Trelleborgs icke strategiska placeringar överstiger 10 SEK per aktie.

XPONCARD

Svolders innehav	310 000 aktier
Andel av substansvärdet	6,5%
Svolders andel	10,5% av kapital och röster
Aktiekurs (börsvärde)	111,00 SEK/aktie (328 MSEK)

Under 90-talet samlades ett antal kort-, tryck- och säkerhetsföretag inom den börsnoterade grafiska gruppen Graphium. Här fanns bl a svenska ID Kort och Inplastor, norska ID Data och dz Danmark. Den grafiska delen såldes under 2001, varefter kvarvarande verksamheter och börsbolag antog namnet XPonCard.

XPonCard är den ledande aktören på den nordiska marknaden för plastkort och har en global verksamhet inom SIM-kort för mobiltelefoni. Koncernen strävar efter att vara en heltäckande samarbetspartner till banker, butikskedjor, teleoperatörer, myndigheter samt andra företag som ser kortlösningar som ett medel för säkrare transaktioner och identifikation samt för långsiktiga kundrelationer.

MSEK	1999 ¹⁾	2000 ¹⁾	2001	2002	2003 ²⁾
Omsättning	559	580	731	708	677
Res efter fin netto	23	28	47	43	24

¹⁾ Avser kortverksamheten (pro forma).

²⁾ Rullande 12 månader per juni 2003.

KURSUTVECKLING



Kortanvändningen i världen påvisar stadig tillväxt, bl a till följd av ökad andel kortbetalningar. Antalet kort växer årligen med ca 10 procent. Smarta kort, som kan laddas med många olika funktioner, ersätter i allt högre utsträckning de traditionella magnetremsekorten.

En ny europastandard (EMV), som förutsätter smarta kort, införs den 1 januari 2005. Från och med detta datum ersätter inte kortföretagen banker, köpställen eller andra utfärdare för kortbedrägerier vid sidan om EMV.

Marknaden för SIM-kort till mobiltelefoner har matats av i Europa. En successivt större andel av gruppens försäljning sker idag till tillväxtregioner utanför Europa. Mobiloperatörerna har påbörjat utbyggnaden av 3G-nät (UMTS), dock i långsammare takt än ursprungligen tänkt.

3G kräver en ny generation SIM-kort (USIM), vilka XPonCard redan testlanserat.

Svolders kommentar

Svolder har varit ägare i XPonCard alltsedan det ursprungliga bolaget Graphium noterades vid Stockholmsbörsen 1994. Nuvarande VD ledde den danska verksamheten, och medverkade senare till en framgångsrik omstrukturering av den svenska. Till skillnad mot den olönsamma och knappt växande grafiska verksamheten, uppvisade kortverksamheten såväl tillväxt som lönsamhet.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1999 ¹⁾	2000 ¹⁾	2001	2002	2003 ²⁾	Årlig tillväxt 4 år
Omsättning	180	187	236	221	220	5%
Res. efter skatt	4,50	5,90	9,90	8,90	5,00	2%
Eget kapital	44	52	64	69	69	12%
Utdelning	-	1,00	1,50	1,50	2,50	em

¹⁾ Avser kortverksamheten (pro forma).

²⁾ Svolders prognos.

XPonCard befinner sig på flera tillväxtmarknader. Bolagets starka marknadspositioner i Norden ökar förutsättningarna för att lönsamt dra nytta av ny teknik och där erbjuda såväl produkter som tillhörande tjänster. Genom övergången till EMV-standard kommer efterfrågan på smarta kort till banksektorn att vara mycket hög under 2004. Redan tecknade kontrakt med nordiska banker visar att XPonCard är väl positionerat.

Under senare delen av nittio-talet uppvisade telekomdelarna god lönsamhet och mycket stark tillväxt. XPonCard har hittills framgångsrikt sökt sig till telekomoperatörer som värdesätter hög servicenivå och kompletterande tjänster. Det kan dock ifrågasättas om inte XPonCard långsiktigt är en för liten aktör på denna del av telekommarknaden.

Koncernens finansiella ställning är idag god. Den har möjliggjort omfattande återköp av aktier, vilka dock hittills skett till högre kurser än balansdagens börskurs. Verksamheten binder relativt lite kapital och uppvisar ett starkt kassaflöde. Företagsledningen har också verkat i en miljö som skapat en kultur av sparsamhet och effektivitet. Svolder förväntar sig att detta inte bara kommer att synas i aktieåterköp utan främst i kommande aktieutdelningar, och då motsvara det som utdelningspolicy och kapacitet motiverar.

År 2003 blir ett mellanår då utbytestakten av bankkort är låg och bör inte utgöra grund för aktievärderingen. Den bör i stället fokusera på vinstnivåer och kassaflöden för åren 2004 och framöver, då Svolder förväntar att bolaget återskapar gamla vinstnivån om 9-10 SEK per aktie. Bolagets långsiktiga marginal- och lönsamhetsmål är högre satta än det.

FÖRVALTNINGSBERÄTTELSE

Styrelsen och verkställande direktören för Svolder Aktiebolag (publ) får härmed avlämna årsredovisning för perioden 2002-09-01-2003-08-31.

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

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"), men också mot affärsvärldens generalindex ("AFGX").

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

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). Detta är i överensstämmelse med EUs fjärde och sjunde direktiv. EU föreskriver dessutom att samtliga börsbolag skall tillämpa IAS från 2005, samt då ha jämförelsesiffror för 2004. Den svenska årsredovisningslagen (ÅRL), som föreskriver värdering till det lägsta av anskaffningsvärde eller verkligt värde, har emellertid ännu inte ändrats. En proposition (Prop. 2002/03:121) har dock lagts från regeringen om en ändring, med verkan för räkenskapsår som börjar efter 2003-12-31. Svolder har därför även upprättat en redovisning helt enligt ÅRL. Denna återfinns på sidorna 50-56.

Det är Svolders uppfattning att bolagets resultat och förmögenhetsvärde bäst beskrivs då värdet av aktieinnehaven konsekvent baseras på marknadsvärdering, vilket görs enligt IAS 39.

Skillnaden mellan redovisningsprinciperna framgår av tabellerna nedan. De avser redovisat resultat, fritt eget kapital samt totalt eget kapital och baseras på att ÅRL inte tillåter en aktievärdering till marknadsvärde när detta överstiger anskaffningsvärdet.

(kSEK)	2002/2003	2001/2002
Redovisat resultat enligt ÅRL	-22 163	-194 941
Skillnad mellan marknadsvärden och redovisning enligt lägsta värdets princip	27 544	-
Redovisat resultat utifrån marknadsvärden	5 381	-194 941

Ägar- och aktiekapitalförändringar

I enlighet med bolagsordningen kan aktieägare, efter ansökan hos bolagets styrelse, omvandla A-aktier till B-aktier. Under verksamhetsåret har 1 143 200 A-aktier omstämplats till B-aktier.

Bolagets aktier är på balansdagen fördelade på 731 076 A-aktier och 12 068 924 B-aktier.

Antalet aktieägare per den 30 juni 2003 är enligt statistik från Värdepapperscentralen (VPC) ca 8 000. Detta är en minskning med ca 200 aktieägare under tolv månadersperioden. Frånsett omstämplingen av A- till B-aktier, som främst genomförts av Ernströmgruppen, har några betydande ägarförändringar inte inträffat under verksamhetsåret. Bolagets största aktieägare är Sjätte AP-fonden, AMF Pension och Ernströmgruppen.

Året som gått

Under verksamhetsåret bröts den långa negativa börstrenden som pågått sedan inledningen av år 2000. Sedan april 2003 har utvecklingen varit positiv på världens aktiemarknader. Världsindex MSCI steg under verksamhetsåret med 9,0 procent mätt i USD. Den amerikanska teknologibörsen Nasdaq redovisade en uppgång med hela 37,7 procent i samma valuta.

Den globala industrikonjunkturen visar flera tecken på återhämtning enligt ledande indikatorer. Det är framförallt den amerikanska ekonomin som förbättrats de senaste månaderna, men även i Europa har förväntningarna ljusnat något. Konjunkturförbättringen vilar dock på en bräcklig grund och risken för besvikelser får inte underskattas.

Stockholmsbörsen, mätt som AFGX, steg under verksamhetsåret med 12,6 procent. Tillväxtorienterade aktier inom Telekom och Media var de huvudbranscher som kursmässigt gick bäst under verksamhetsåret. Tjänsteföretag, finans- och råvarubolag tillhörde de svagaste sektorerna på börsen. Småbolagsmarknaden, mätt som CSX, gick upp 13,8 procent under motsvarande tolv månadersperiod.

En viktig förklaring till börsuppgången är att aktieplaceringar nu hyser större tillförsikt avseende vinstutvecklingen framöver. En förbättrad efterfrågesituation på viktiga avsättningsmarknader behövs dock för att lyfta företagets lönsamhet. Bränsle till uppgången kom också

(kSEK)	2003-08-31	2002-08-31
Fritt eget kapital enligt ÅRL	180 851	231 813
Skillnad i redovisat resultat enligt ovan	27 544	-
Fritt eget kapital utifrån marknadsvärden	208 395	231 813
Totalt eget kapital enligt ÅRL	500 851	551 813
Totalt eget kapital utifrån marknadsvärden	528 395	551 813
Offentliggjort substansvärde	528 395	551 813

från starka kapitalflöden. Låga räntor och därmed låg avkastning på obligationer leder till att placerare säljer dessa till förmån för aktier. Minskad osäkerhet kring krig och politiska oroshårdar runt om i världen har likaså pressat ned riskpremien på aktieplaceringar. Det ökade aktieintresset kan också avläsas i en stigande aktieomsättning på Stockholmsbörsen.

Verksamhetsåret har kännetecknats av tvära kast i valutakurserna. Mätt över hela året försvagades den amerikanska dollarn och det brittiska pundet mot den svenska kronan med 9 respektive 8 procent. Kursen på euron gentemot kronan har däremot i princip varit oförändrad.

Sjunkande räntor, både på den korta och långa sidan, har verkat som en positiv kraft för aktiemarknaden under större delen av verksamhetsåret. Riksbanken har i likhet med centralbankerna i såväl USA som övriga Europa fört en expansiv penningpolitik i syfte att stimulera investeringar och tillväxt.

Substansvärdets förändring

Svolders substansvärde steg, inklusive till aktieägarna utbetald utdelning, med 1,0 procent. Detta är väsentligt sämre än det svenska småbolagsindexet CSX som, inklusive uppskattade mottagna utdelningar, steg 15,8 procent.

Den svaga relativa utvecklingen förklaras av ett dåligt aktieurval inom branschen Finans samt en för stor vikt av industriaktier, där valet av aktier dessutom inte varit framgångsrikt. En hög andel telekomrelaterade aktier hade dock en positiv inverkan. Under verksamhetsårets fjärde kvartal (juni-augusti) har däremot såväl absolut som relativ värdeutveckling varit god. Denna positiva utveckling kan i sin tur främst hänföras till ett framgångsrikt urval av IT-aktier, men även till övervikten av telekomrelaterade aktier samt urvalet av industriaktier.

Portföljstrategin har under det senaste verksamhetsåret fortsatt att koncentreras mot färre aktieinnehav, huvudsakligen i aktier i något större småbolag än tidigare och med bättre omsättningsbarhet. Analysarbetet för nya placeringar har därvid särskilt fokuserat på bolagens finansiella ställning, utdelningspolicy samt utdelningskapacitet. Fokus har också fortsatt riktats mot aktier och bolag som kan förväntas gynnas av en normalisering av riskpremien för aktier samt även en sannolik framtida konjunkturuppgång.

Aktieinnehaven i **Nolato**, **Beijer Electronics**, **Trelleborg** och **Micronic** har utgjort de största bidragsgivarna till Svolders substansvärde. Särskilt innehaven i **Bure Equity** och **Semcon** har utgjort en belastning.

Kursutveckling

Svolders B-aktie föll inklusive utdelning 7,2 procent under verksamhetsåret, och handlades på balansdagen senast till 38,60 SEK. Svolders A-aktie, vilken har mycket låg börsomsättning, hade samma dag en senaste köpkurs om 37,10 SEK.

B-aktien värderades på balansdagen med rabatt om 6,5 procent i förhållande till sitt substansvärde. Under de veckovisa tillfällena som substansvärdet har offentliggjorts har aktien genomsnittligen handlats med en rabatt om 4,4 procent. Värdena har fluktuerat från en största rabatt om 16 procent till en högsta premie om 11 procent.

B-aktien har omsatts under 98 procent av verksamhetsårets samtliga börsdagar, med en genomsnittlig omsättning om ca 6400 aktier per dag. Handeln i Svolders A-aktier omsattes endast under 11 procent av verksamhetsårets börsdagar. Den ringa aktieomsättningen uppgick genomsnittligen till ca 200 A-aktier per börsdag.

Aktieportföljen

Under verksamhetsåret har värdepapper för brutto 181,6 (363,5) och 217,1 (352,3) MSEK förvärvats respektive sålts. Till aktieägarna har för föregående verksamhetsår lämnats aktieutdelning om 28,8 MSEK (2,25 SEK per aktie).

Likvida medel (inklusive oreglerade likvider) har ökat med 4,6 MSEK och utgjorde på balansdagen 37,4 MSEK, motsvarande 7,1 procent av bolagets substansvärde.

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

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

	2002/2003		2001/2002		2000/2001	
	12 mån		12 mån		12 mån	
	MSEK	SEK/Aktie	MSEK	SEK/Aktie	MSEK	SEK/Aktie
Mottagen utdelning mm	9,8	0,80	12,8	1,00	27,6	2,20
Förvaltningskostnad	-12,4	-1,00	-11,4	-0,90	-12,0	-0,90
Resultat värdepapper	8,0	0,60	-196,4	-15,30	-498,8	-39,00
Redovisat resultat	5,4	0,40	-194,9	-15,20	-483,1	-37,70
Lämnad utdelning	-28,8	-2,25	-44,8	-3,50	-70,4	-5,50
Förändring substansvärde	-23,4	-1,80	-239,8	-18,70	-553,5	-43,20
Ägarnas värdeförändring	5,4	0,40	-194,9	-15,20	-483,1	-37,70
Substansvärde (UB)	528,4	41,30	551,8	43,10	791,6	61,80

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

Resultat

Rörelseresultatet under verksamhetsåret uppgick till 4,6 (-196,5) MSEK. Utdelningsintäkterna uppgick till 9,0 (11,3) MSEK, och nettot av finansiella poster till 0,8 (1,5) MSEK. Årets resultat blev 5,4 (-194,9) MSEK, motsvarande 0,40 (-15,20) SEK/aktie.

Likviditet och soliditet

Vid verksamhetsårets slut uppgick Svolders likvida medel, inklusive nettot av aktiehandels oreglerade likvider, till 37,4 (32,8) MSEK. Bolaget har inga långfristiga skulder och en avtalad checkräkningskredit om 10 MSEK är inte utnyttjad. Bolagets soliditet är 100 procent.

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 (2,25) SEK per aktie lämnas i aktieutdelning. Detta motsvarar 28,8 (28,8) MSEK. Förslaget utgör 5,4 procent av utgående substansvärde och innebär en direktavkastning om 5,8 procent utifrån balansdagens börskurs.

Personal

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

Incitamentsprogram

Svolders anställda omfattas sedan 1998 av incitamentsprogram utformade 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 bolagets substansvärdetillväxt utöver den värdeutveckling som skapas på den delmarknad av aktiemarknaden som bolaget placerar på. 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 47 (not 2). För verksamhetsåret 2002/2003 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 företagets rapporteringstillfällen. Extra styrelsemöten förekommer vid behov. Härutöver sker löpande kontakter mellan styrelseledamöterna.

Styrelsen fastslår vidare en placeringsinstruktion samt övriga behörighetshandlingar för verkställande direktören och övriga ledande befattningshavare. Instruktionen följer den portföljpolitik som presenteras på sidan 11. Verk-

ställande 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.

Förslag till vinstdisposition

Till bolagsstämmans förfogande står:

Balanserat resultat	(ÅRL)	kSEK	203 014
Årets resultat	(ÅRL)	kSEK	-22 163
Summa		kSEK	180 851

Styrelsen och verkställande direktören föreslår att:

Till aktieägarna utdelas 2,25 SEK/aktie	kSEK	28 800
Kvarstående belopp balanseras i ny räkning	kSEK	152 051
Summa	kSEK	180 851

Stockholm den 14 oktober 2003.

MATSOLA PALM
Ordförande

HÅKAN BOHLIN

MATS GULDBRAND

ERIC HIELTE

KARIN KRONSTAM

ULF HEDLUNDH
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 14 oktober 2003.

THOMAS THIEL
Auktoriserad revisor

GEORGE PETERSSON
Auktoriserad revisor

RESULTATRÄKNING

	(kSEK)	2002/2003	2001/2002
Utifrån marknadsvärdering			
Resultat från värdepappersförvaltning			
Utdelningar		8 988	11 281
Resultat från värdepapper		8 030	-196 417
Övriga rörelseintäkter		-	13
Resultat från värdepappersförvaltning		17 018	-185 123
Förvaltningskostnader	Not 3,4	-12 396	-11 350
Rörelseresultat		4 622	-196 473
Finansiella intäkter och kostnader			
Ränteintäkter och liknande resultatposter	Not 5	786	1 560
Räntekostnader och liknande resultatposter	Not 6	-27	-28
Resultat efter finansiella poster		5 381	-194 941
Skatt		-	-
Årets resultat		5 381	-194 941
Resultat per aktie (SEK)	Not 9	0,40	-15,20

KASSAFLÖDESANALYS

	(kSEK)	2002/2003	2001/2002
Utifrån marknadsvärdering			
Den löpande verksamheten			
Utdelningar		8 988	11 281
Övriga rörelseintäkter		-	13
Förvaltningskostnader		-12 396	-11 350
Rörelseresultat		-3 408	-56
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet		101	-835
Erhållen ränta/betald ränta, netto		1 365	2 812
Betald inkomstskatt		-	-
Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapitalet		-1 942	1 921
Förändringar av rörelsekapitalet			
Ökning (+)/minskning (-) av kortfristiga skulder		-194	-136
Kassaflöde från den löpande verksamheten		-2 136	1 785
Investeringsverksamheten			
Köp av värdepapper		-171 800	-379 897
Försäljning av värdepapper		206 308	352 298
Investeringar i maskiner och inventarier		-37	-137
Kassaflöde från investeringsverksamheten		34 471	-27 736
Finansieringsverksamheten			
Utbetald utdelning		-28 800	-44 800
Kassaflöde från finansieringsverksamheten		-28 800	-44 800
Ökning (+)/minskning (-) av likvida medel		3 535	-70 751
Likvida medel vid årets början		33 132	103 883
Likvida medel vid årets slut		36 667	33 132

BALANSRÄKNING

	(kSEK)	2003-08-31	2002-08-31
Utifrån marknadsvärdering			
TILLGÅNGAR			
Anläggningstillgångar			
<i>Materiella anläggningstillgångar</i>			
Inventarier	Not 7	333	398
<i>Finansiella anläggningstillgångar</i>			
Värdepappersinnehav	Not 8	491 950	519 480
Summa anläggningstillgångar		492 283	519 878
Omsättningstillgångar			
Oreglerade likvider för sålda värdepapper		3 785	0
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter		632	1 226
Kassa och bank		36 667	33 132
Summa omsättningstillgångar		41 084	34 358
Summa tillgångar		533 367	554 236
EGET KAPITAL OCH SKULDER			
Eget kapital			
Not 9			
<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		203 014	426 755
Årets resultat		5 381	-194 941
Summa fritt eget kapital		208 395	231 813
Summa eget kapital		528 395	551 813
Kortfristiga skulder			
Oreglerade likvider för köpta värdepapper		3 032	299
Upplupna kostnader		1 848	1 838
Övriga kortfristiga skulder		92	286
Summa kortfristiga skulder		4 972	2 423
Summa eget kapital och skulder		533 367	554 236
Ställda säkerheter	Not 10	34 160	13 600
Ansvarsförbindelser		-	-

BOKSLUTSKOMMENTARER

Bokslutskommentarer till resultaträkning, balansräkning och kassaflödesanalys utifrån marknadsvärdering

Med verkan från räkenskapsåret 2002/2003 har ett antal nya rekommendationer från Redovisningsrådet trätt i kraft. RR 1:00 Koncernredovisning, RR 2:02 Varulager, RR 15 Immateriella anläggningstillgångar, RR 16 Avsättningar, RR 17 Nedskrivningar, RR 19 Verksamheter under avveckling, RR 21 Lånekostnader samt RR 23 Upplysningar om närstående. RR 1:00 och RR 2:02 är för närvarande inte tillämpliga på Svolder. Tillämpningen av övriga rekommendationer har ej inneburit någon påverkan på Svolders redovisning.

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 50–56.

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 nyttjandeperiod. 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**
Se not 1 (ÅRL) sidan 53.

Not 2 **Incitamentsprogram**
Se not 2 (ÅRL) sidan 53.

Not 3 **Förvaltningskostnader**
Se not 3 (ÅRL) sidan 54.

Not 4 **Anställda och personalkostnader**
Se not 4 (ÅRL) sidan 54.

Not 5 **Ränteintäkter och liknande resultatposter**
Se not 5 (ÅRL) sidan 54.

Not 6 **Räntekostnader och liknande resultatposter**
Se not 6 (ÅRL) sidan 54.

Not 7 **Materiella anläggningstillgångar**
Se not 7 (ÅRL) sidan 55.

Not 8 **Värdepappersportföljen**

	Antal (st)	Kurs (SEK)	Marknads- ¹⁾ värde (kSEK)
AcandoFrontec B	1 627 000	5,70	9 274
Axfood	216 700	138,00	29 905
Axis	1 800 000	16,10	28 980
Beijer Alma B	774 300	47,00	36 392
Beijer Electronics	837 000	69,00	57 753
Besthand Holding P	6 253 804	2,43	15 195
Besthand, konv. lån, nom. ²⁾	1 200 000	100 %	1 200
Biacore	52 250	201,00	10 502
Haldex	78 200	92,50	7 234
Höganäs B	34 300	163,00	5 591
Micronic	430 000	63,50	27 305
NeoNet	1 820 100	7,30	13 287
Nolato B	1 764 815	42,70	75 358
Orc Software	50 800	74,00	3 759
Proffice	582 000	23,00	13 386
ProfilGruppen B	508 000	55,00	27 940
SwitchCore	3 500 000	2,53	8 855
Telelogic	4 540 000	7,90	35 866
Trelleborg B	440 000	104,00	45 760
TurnIT B	1 904 627	2,10	4 000
XPonCard	310 000	111,00	34 410
Totalt portföljvärde			491 950
Anskaffningsvärde värdepappersportfölj			708 441
Orealiserad värdeförändring			-216 491
Redovisat värde värdepappersportfölj			491 950

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 EVCA (European Venture Capital Association) värderingsrekommendationer, med hänsyn till andra kända externa faktorer. Detta innebär att marknadsvärdet vanligtvis fastställs på grundval av värdet vid senast genomförda transaktion i värdepapperet där en extern part deltagit, till exempel en nyemission.

²⁾ Konvertibelt förlagsbevis 2001/2003 i Besthand Holding AB om nominellt 1 200 kSEK, räntesats 1 procent 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	426 755	-194 941	551 814
Vinstdisposition	0	0	-194 941	194 941	0
Utdelning	0	0	-28 800	0	-28 800
Årets resultat				5 381	5 381
	128 000	192 000	203 014	5 381	528 395

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

Aktietyyp	Röstetal	Antal
A	10	731 076
B	1	12 068 924
		12 800 000

Under verksamhetsåret har 1 143 200 A-aktier omstämplats till B-aktier efter ansökan hos bolagets styrelse.

	2002/2003	2001/2002
Resultat per aktie (SEK)	0,40	-15,20

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

Not 10 **Ställda panter**

Se not 10 (ÅRL) sidan 56.

REVISORSYTTRANDE

Yttrande på uppdrag av styrelsen i Svolder AB (publ)

Vi har granskat redovisningen som utgörs av sidorna 44–48 för Svolder AB (publ) avseende räkenskapsåret 2002-09-01–2003-08-31. 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 revisions sed 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 46.

Stockholm den 14 oktober 2003

THOMAS THIEL
Auktoriserad revisor

GEORGE PETERSSON
Auktoriserad revisor

RESULTATRÄKNING (ÅRL)

		(kSEK)	
		2002/2003	2001/2002
Resultat från värdepappersförvaltning			
Utdelningar		8 988	11 281
Resultat från värdepapper		-19 514	-196 417
Övriga rörelseintäkter		-	13
Resultat från värdepappersförvaltning		-10 526	-185 123
Förvaltningskostnader	Not 3,4	-12 396	-11 350
Rörelseresultat		-22 922	-196 473
Finansiella intäkter och kostnader			
Ränteintäkter och liknande resultatposter	Not 5	786	1 560
Räntekostnader och liknande resultatposter	Not 6	-27	-28
Resultat efter finansiella poster		-22 163	-194 941
Skatt		-	-
Årets resultat		-22 163	-194 941
Resultat per aktie (SEK)	Not 9	-1,70	-15,20

KASSAFLÖDESANALYS (ÅRL)

		(kSEK)	
		2002/2003	2001/2002
Den löpande verksamheten			
Utdelningar		8 988	11 281
Övriga rörelseintäkter		-	13
Förvaltningskostnader		-12 396	-11 350
Rörelseresultat		-3 408	-56
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet		101	-835
Erhållen ränta/betald ränta, netto		1 365	2 812
Betald inkomstskatt		-	-
Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapitalet		-1 942	1 921
Förändringar av rörelsekapitalet			
Ökning (+)/minskning (-) av kortfristiga skulder		-194	-136
Kassaflöde från den löpande verksamheten		-2 136	1 785
Investeringsverksamheten			
Köp av värdepapper		-171 800	-379 897
Försäljning av värdepapper		206 308	352 298
Investeringar i maskiner och inventarier		-37	-137
Kassaflöde från investeringsverksamheten		34 471	-27 736
Finansieringsverksamheten			
Utbetald utdelning		-28 800	-44 800
Kassaflöde från finansieringsverksamheten		-28 800	-44 800
Ökning (+)/minskning (-) av likvida medel		3 535	-70 751
Likvida medel vid årets början		33 132	103 883
Likvida medel vid årets slut		36 667	33 132

BALANSRÄKNING (ÅRL)

	(kSEK)	2003-08-31	2002-08-31
TILLGÅNGAR			
Anläggningstillgångar			
<i>Materiella anläggningstillgångar</i>			
Inventarier	Not 7	333	398
<i>Finansiella anläggningstillgångar</i>			
Värdepappersinnehav	Not 8	464 406	519 480
Summa anläggningstillgångar		464 739	519 878
Omsättningstillgångar			
Oreglerade likvider för sålda värdepapper		3 785	0
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter		632	1 226
Kassa och bank		36 667	33 132
Summa omsättningstillgångar		41 084	34 358
Summa tillgångar		505 823	554 236
EGET KAPITAL OCH SKULDER			
Eget kapital			
<i>Bundet eget kapital</i>			
Aktiekapital	Not 9	128 000	128 000
Reservfond		192 000	192 000
Summa bundet eget kapital		320 000	320 000
<i>Fritt eget kapital</i>			
Balanserad vinst		203 014	426 755
Årets resultat		-22 163	-194 941
Summa fritt eget kapital		180 851	231 813
Summa eget kapital		500 851	551 813
Kortfristiga skulder			
Oreglerade likvider för köpta värdepapper		3 032	299
Upplupna kostnader		1 848	1 838
Övriga kortfristiga skulder		92	286
Summa kortfristiga skulder		4 972	2 423
Summa eget kapital och skulder		505 823	554 236
Ställda säkerheter	Not 10	34 160	13 600
Ansvarsförbindelser		-	-

BOKSLUTSKOMMENTARER (ÅRL)

Med verkan från räkenskapsåret 2002/2003 har ett antal nya rekommendationer från Redovisningsrådet trätt i kraft. RR 1:00 Koncernredovisning, RR 2:02 Varulager, RR 15 Immateriella anläggningstillgångar, RR 16 Avsättningar, RR 17 Nedskrivningar, RR 19 Verksamheter under avveckling, RR 21 Lånekostnader samt RR 23 Uppllysningar om närstående. RR 1:00 och RR 2:02 är för närvarande inte tillämpliga på Svolder. Tillämpningen av övriga rekommendationer har ej inneburit någon påverkan på Svolders redovisning.

Redovisningsprinciper

Årsredovisningen har upprättats i enlighet med årsredovisningslagen.

En redovisning som konsekvent värderar värdepappersinnehaven till marknadsvärde, i överensstämmelse med IAS 39, återfinns på sidorna 44–48.

Bolaget följer Redovisningsrådets rekommendationer.

Materiella anläggningstillgångar

Materiella anläggningstillgångar upptas till anskaffningsvärde med avdrag för ackumulerade avskrivningar enligt plan. Avskrivningarna baseras på tillgångarnas bedömda nyttjandeperiod. 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”.

Reversering av nedskrivning sker när grunderna, helt eller delvis, för nedskrivning har bortfallit.

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 175 (98) kSEK för räkenskapsåret.

Uppsägningstiden för VD i bolaget är sex månader från VDs sida och tjugofyra månader från bolagets. Under uppsägningstiden utgår månadslön enligt gällande anställningsavtal. VDs ersättning är uppdelad i en fast del om årligen 1 500 kSEK samt därutöver en rörlig del (bonus) inom ramen för bolagets incitamentsprogram, se not 2, som under verksamhetsåret uppgick till 0 (0) kSEK. VDs samlade ersättning från bolaget har under verksamhetsåret varit 1 537 (1 536) kSEK, jämte premier för tjänstepension som motsvarar ITP-plan.

Till ovanstående arvoden och ersättningar tillkommer sociala kostnader.

Not 2 Incitamentsprogram

Svolders styrelse har tidigare lämnat ett erbjudande till Svolders anställda att medverka i ett sk incitamentsprogram som avsett perioden 2000-09-01-2003-08-31. Detta program har därefter förlängts och förändrats, med verkan från 2003-09-01. 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”). Utvärdering görs mot officiella index ägnade att mäta den del av aktiemarknaden (små- och medelstora svenska bolag) som bolaget placerar på, främst CSX och AFGX.

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. För att prestationsbidrag skall utgå krävs att substansvärdet, justerat för lämnad aktieutdelning mm, under aktuellt räkenskapsår vuxit med minst fem procentenheter. Prestations- och värderingsbidrag kan tillsammans årligen maximalt uppgå till tolv månadslönesummor, såväl individuellt som 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 anställde vanligtvis rätt till upparbetad bonus.

För verksamhetsåret har, i likhet med föregående år, ingen reservering gjorts avseende bonus.

	(kSEK)	2002/2003	2001/2002
Not 3	Förvaltningskostnader		
	Personalkostnader (inkl. styrelsearvode)	6 743	6 047
	Övriga förvaltningskostnader	5 550	5 066
	Avskrivningar	103	237
		12 396	11 350
	Kostnader för KPMG Bohlins ABs revisionstjänster 2002/2003 har varit 190 (150) kSEK och därutöver 88 (125) kSEK för övriga tjänster.		
	Operationella leasingavtal		
	Lokaler	1 009	775
			Mellan ett och fem år
	Avtalade framtida utgifter	Inom ett år	
	Lokaler	1 030	2 122
Not 4	Anställda och personalkostnader	2002/2003	2001/2002
	Medeltalet anställda under verksamhetsåret	6	5
	Varav kvinnor	2	2
	Antal anställda vid verksamhetsårets slut	6	6
	Varav kvinnor	2	2
	<i>Löner och andra arvoden</i>		
	Styrelse	510	510
	Verkställande direktör	1 537	1 536
	Övriga anställda	2 394	1 889
	<i>Incitamentsprogram</i>		
	Verkställande direktör	-	-
	Övriga anställda	-	-
	<i>Sociala kostnader</i>		
	Styrelse	167	167
	Verkställande direktör	504	504
	Övriga anställda	740	581
	<i>Pensionskostnader</i>		
	Verkställande direktör	283	316
	Övriga anställda	542	389
	<i>Övriga personalkostnader</i>	66	155
		6 743	6 047
Not 5	Ränteintäkter och liknande resultatposter		
	Ränteintäkter bank	786	1 560
		786	1 560
Not 6	Räntekostnader och liknande resultatposter		
	Bankkostnader	-27	-28
		-27	-28

Not 7	Materiella anläggningstillgångar	2002/2003	2001/2002
	<i>Maskiner och inventarier</i>		
	Ingående anskaffningsvärden	1 255	1 118
	Inköp	37	137
	Akkumulerade anskaffningsvärden	1 292	1 255
	Ingående avskrivningar	-857	-620
	Årets avskrivning	-103	-237
	Akkumulerade avskrivningar enligt plan	-960	-857
	Redovisat värde vid årets slut	333	398

Not 8	Värdepappersportföljen					
	Aktie	Antal (st)	Bokfört värde/aktie (SEK)	Bokfört värde (kSEK)	Kurs (SEK)	Marknadsvärde¹⁾ (kSEK)
	AcandoFrontec B	1 627 000	5,70	9 274	5,70	9 274
	Axfood	2 16 700	138,00	29 905	138,00	29 905
	Axis	1 800 000	16,10	28 980	16,10	28 980
	Beijer Alma B	774 300	47,00	36 392	47,00	36 392
	Beijer Electronics	837 000	62,95	52 687	69,00	57 753
	Besthand Holding P	6 253 804	2,43	15 195	2,43	15 195
	Besthand, konv. lån, nom. ²⁾	1 200 000	100%	1 200	100%	1 200
	Biacore	52 250	169,16	8 838	201,00	10 502
	Haldex	78 200	92,50	7 234	92,50	7 234
	Höganäs B	34 300	151,30	5 190	163,00	5 591
	Micronic	430 000	59,71	25 676	63,50	27 305
	NeoNet	1 820 100	7,30	13 287	7,30	13 287
	Nolato B	1 764 815	42,70	75 358	42,70	75 358
	Orc Software	50 800	70,36	3 574	74,00	3 759
	Proffice	582 000	17,52	10 197	23,00	13 386
	ProfilGruppen B	508 000	53,38	27 115	55,00	27 940
	SwitchCore	3 500 000	1,56	5 448	2,53	8 855
	Telelogic	4 540 000	7,90	35 866	7,90	35 866
	Trelleborg B	440 000	82,89	36 472	104,00	45 760
	TurnIT B	1 904 627	2,10	4 000	2,10	4 000
	XPonCard	310 000	104,90	32 520	111,00	34 410
	Summa			464 406		491 950
	Anskaffningsvärde värdepappersportfölj			708 442		
	Ingående nedskrivningar			-626 058		
	Årets nedskrivningar / reverseringar			382 022		
	Utgående bokfört värde värdepappersportfölj			464 406		

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.

²⁾ Konvertibelt förlagsbevis 2001/2003 i Besthand Holding AB om nominellt 1 200 kSEK, räntesats 1 procent 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	426 755	-194 941	551 814
Vinstdisposition	0	0	-194 941	194 941	0
Utdelning	0	0	-28 800	0	-28 800
Årets resultat				-22 163	-22 163
	128 000	192 000	203 014	-22 163	500 851

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

Aktietyp	Röstetal	Antal
A	10	731 076
B	1	12 068 924
		12 800 000

Under verksamhetsåret har 1 143 200 A-aktier omstämplats till B-aktier efter ansökan hos bolagets styrelse.

	2002/2003	2001/2002
Resultat per aktie (SEK)	-1,70	-15,20

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

Not 10 **Ställda panter**

Avser 800 000 aktier i Nolato AB i pant som säkerhet för checkkredit.

REVISIONSBERÄTTELSE

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

Vi har granskat årsredovisningen som utgörs av sidorna 41–43 och 50–56, bokföringen samt styrelsens och verkställande direktörens förvaltning i Svolder AB (publ) för räkenskapsåret 2002-09-01–2003-08-31. 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, årsredovisningslagen 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 14 oktober 2003

THOMAS THIEL
Auktoriserad revisor

GEORGE PETERSSON
Auktoriserad revisor

DEFINITIONER

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 4700 MSEK (oktober 2003).

Direktavkastning – Föreslagen/beslutad utdelning i förhållande till börskurs.

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

Genomsnittligt substansvärde – Summan av ingående respektive utgående substansvärde dividerat med två.

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

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

Lämnad utdelning – Utbetalning av utdelning avseende föregående verksamhetsår.

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

Resultat efter skatt – Årets resultat.

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

Substansvärde – Eget kapital, beräknat utifrån marknadsvärdering. Anger bolagets förmögenhet.

Substansvärdeförändring – Skillnaden mellan utgående och ingående substansvärde.

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

Totalavkastning – Värdeförändring med tillägg för utbetald utdelning.

Utdelning – Styrelsens förslag till bolagsstämman 2003 för verksamhetsåret 2002/2003, samt beslutad utdelning för övriga år.

Utdelningsandel – Av styrelsen föreslagen/beslutad utdelning i förhållande till utgående substansvärde.

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

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

FEMÅRSÖVERSIKT

	2002/2003	2001/2002	2000/2001	1999/2000	1998/1999
Substansvärdeförändring, MSEK	-23,4	-239,7	-553,5	396,7	25,6
Utbetald utdelning, MSEK	28,8	44,8	70,4	54,4	54,4
Summa substansvärdeförändring, MSEK	5,4	-194,9	-483,1	451,1	80,0
Värdeutveckling (B-aktien), MSEK ¹⁾	-69,1	-352,0	-172,8	281,6	-121,6
Utbetald utdelning, MSEK	28,8	44,8	70,4	54,4	54,4
Totalavkastning, MSEK	-40,3	-307,2	-102,4	336,0	-67,2
Resultat efter skatt, MSEK ²⁾	5,4	-194,9	-483,1	451,1	80,0
Utdelning, MSEK	28,8 ⁴⁾	28,8	44,8	70,4	54,4
Utdelningsandel, %	5,4	5,2	5,7	5,2	5,7
Aktieportföljens direktavkastning, %	1,6	1,4	1,8	3,0	3,1
Vidareutdelningsandel, %	320	255	186	251	189
Portföljens omsättningshastighet, %	40	52	53	89	62
Förvaltningskostnader, MSEK	12,4	11,4	12,0	9,6	12,8
Förvaltningskostnader, %	2,3	1,7	1,1	0,8	1,4
Substansvärde, MSEK	528,4	551,8	791,6	1 345,1	948,4
Börsvärde (B-aktien), MSEK ¹⁾	494,1	563,2	915,2	1 088,0	806,4
Likviditet, %	7,1	5,9	11,0	7,2	2,7
Soliditet, %	100	100	100	100	99

NYCKELTAL PER AKTIE

Substansvärdeförändring, SEK	-1,80	-18,70	-43,20	31,00	2,00
Utbetald utdelning, SEK	2,25	3,50	5,50	4,25	4,25
Summa substansvärdeförändring, SEK	0,40	-15,20	-37,70	35,20	6,30
Kursutveckling (B-aktien), SEK	-5,40	-27,50	-13,50	22,00	9,50
Utbetald utdelning, SEK	2,25	3,50	5,50	4,25	4,25
Totalavkastning, SEK	-3,20	-24,00	-8,00	26,30	-5,30
Resultat efter skatt, SEK ²⁾	0,40	-15,20	-37,70	35,20	6,30
Substansvärdeförändring, %	-4,2	-30,3	-41,2	41,8	2,8
Utbetald utdelning, %	5,2	5,7	5,3	5,8	5,9
Summa substansvärdeförändring, %	1,0	-24,6	-35,9	47,6	8,7
Kursutveckling, %	-12,3	-38,6	-15,9	34,9	-13,1
Utbetald utdelning, %	5,1	5,0	6,5	6,8	5,9
Totalavkastning, %	-7,2	-33,6	-9,4	41,7	-7,2
Carnegie Small Cap Index ³⁾ , %	13,8	-11,6	-36,5	61,6	6,0
Affärsvärldens generalindex ³⁾ , %	12,6	-28,8	-37,3	52,6	22,7
Substansvärde, SEK	41,30	43,10	61,80	105,10	74,10
Börskurs (B-aktien), SEK	38,60	44,00	71,50	85,00	63,00
Substansvärderabatt (-)/premium (+), %	-6,5	2,1	15,6	-19,0	-15,0
Utdelning, SEK	2,25 ⁴⁾	2,25	3,50	5,50	4,25
Direktavkastning, %	5,8	5,1	4,9	6,5	6,7
Antal A- och B-aktier totalt, miljoner	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8

Definitioner av nyckeltal redovisas på sidan 58.

Värden är i förekommande fall justerade för ny redovisningsprincip samt för fondemission 1:1, 2001-01-18. Belopp per aktie är avrundade, förutom för utdelning, till hela tiotal ören.

¹⁾ Beräknas utifrån börskurser för Svolder B, men för samtliga utestående aktier.

²⁾ Utifrån marknadsvärdering.

³⁾ Detta index tar ej hänsyn till utdelning, vilket skulle höja avkastningen ca 2 procent per år.

⁴⁾ Styrelsens förslag.



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, Svedbergs i
Dalstorp AB och Åby
Travsällskap.
Aktieinnehav: 10 000 B-aktier.

KARIN KRONSTAM

Billdal, f 1950.
MBA.
Invald 1993.
Övriga styrelseuppdrag:
Corporate Governance
i Sverige AB,
Lernia AB, 3:e AP-fonden,
TurnIT AB, Proliva 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
samt Armaturljonsson AB.
Aktieinnehav via bolag:
974 200 B-aktier.

MATS GULDBRAND

Stockholm, f 1945.
Civilekonom.
Aktiechef AMF Pension.
Invald 1994.
Övriga styrelseuppdrag:
Stiftelsen Gustav Vs
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: 1 400 A-aktier
och 2 600 B-aktier.

REVISORER

GEORGE PETERSSON

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

THOMAS THIEL

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

REVISORSSUPPLEANTER

MAGNUS JACOBSSON

Stockholm, f 1958.
Auktoriserad revisor.
KPMG Bohlins AB.
Vald 1994.

HELENE WILLBERG

Täby, f 1967.
Auktoriserad revisor.
KPMG Bohlins AB.
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.
Anställd 1993.¹⁾
Arbetat på finansmarknaden
sedan 1983.
Aktieinnehav: 2 000 B-aktier.

PONTUS EJDERHAMN

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

JOHAN FORSLUND

f 1964.
Civilekonom, ingenjör.
Förvaltare/IR-ansvarig.
Branschansvar: industri, hälsovård,
IT, telekom, media.
Anställd 2002.
Arbetat på finansmarknaden
sedan 1989.
Aktieinnehav: 2 000 A-aktier.

MAGNUS MOLIN

f 1961.
Civilekonom.
Analysansvarig/förvaltare.
Branschansvar: råvaror, industri,
konsumentvaror, telekom.
Anställd 1994.¹⁾
Arbetat på finansmarknaden
sedan 1987.
Aktieinnehav: 1 400 A-aktier och
2 600 B-aktier.

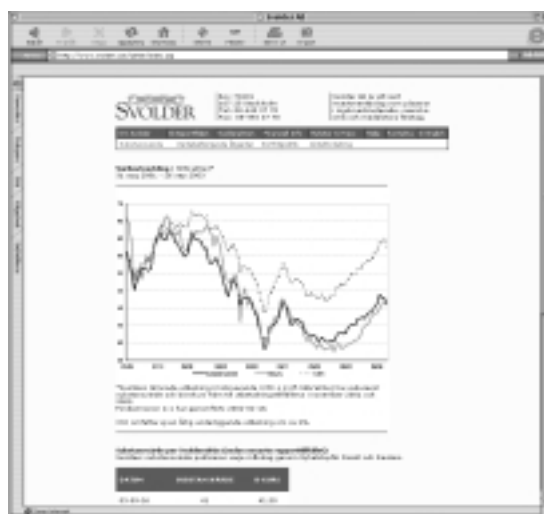
LOTTA NYBLIN ERIKSSON

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

SARI ÖSTERBERG

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

¹⁾ Fram till 1997/1998 genom förvaltningsavtal med Alfred Berg Kapitalförvaltning.



SVOLDERS HEMSIDA

HAR DEN SENASTE INFORMATIONEN

- Börskursen med jämförelser mot Carnegie Small Cap Index och Stockholmsbörsens All-Share Index.
- Substansvärdet presenteras veckovis varje måndag.
- Pressmeddelanden med möjlighet att prenumerera på dessa via e-post.
- 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)

Org nr 556469-2019

Birger Jarlsgatan 13 · Box 70431 · 107 25 Stockholm

Telefon 08-440 3770 · Fax 08-440 3778

www.svolder.se

