



  
SVOLDER

ÅRSREDOVISNING 2003/2004



# 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.

ILLUSTRATION: STAFFAN JANSSON FOTO: ÅSA LIFNER / GABRIELUGGLA

## SVOLDER ÅRSREDOVISNING

Aktieägarinformation	4
Svolder i korthet	5
VD har ordet	6
Svolderaktien	8
Femårsöversikt	10
Förvaltning och styrning	11
Marknadskommentar	13
Analys av värdeförändringen	14
Portföljförändringar 2003/2004	20
Aktieportföljen 2004-08-31	23
Risikanalys	24
Portföljinriktning 2004/2005	26
Bolagspresentationer	32
Förvaltningsberättelse	38
Resultaträkningar och kassaflödesanalyser	42
Balansräkningar	43
Egenkapitalräkning och bokslutskommentarer	44
Revisorsyttrande	48
Räkenskaper enligt ÅRL	49
Revisionsberättelse	60
Styrelse	61
Revisorer samt medarbetare	62
Frivillig likvidation och skatteregler	63
Definitioner	65

# AKTIEÄGARINFORMATION

## BOLAGSSTÄMMA

Ordinarie bolagsstämma hålls onsdagen den 17 november 2004 klockan 16.00, Konferenshallen Polstjärnan, Sveavägen 77, Stockholm.

### Deltagande

Aktieägare som önskar delta i stämman skall

- dels vara införd i eget namn i den av VPC AB ("VPC") förda aktieboken söndagen den 7 november 2004 (på grund av mellankommande veckoslut måste omregistrering ske senast fredagen den 5 november 2004).
- dels anmäla sitt deltagande under adress Svolder AB, Box 70431, 107 25 Stockholm, eller per telefon 08-440 3770 eller fax 08-440 3778 senast klockan 16.00 fredagen den 12 november 2004. Anmälan kan även göras via hemsidan på [www.svolder.se](http://www.svolder.se) eller via e-postadressen [info@svolder.se](mailto:info@svolder.se). Där uppges namn, adress, telefon och personnummer samt registrerat aktieinnehav. Önskar aktieägare medföra biträde skall detta anmälas samtidigt. För aktieägare som företräds genom ombud skall skriftlig daterad fullmakt företes. Fullmakten bör insändas vid anmälan.

### Förvaltarregistrerade aktier

För att utöva sin rösträtt på 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 5 november 2004.

### Utdelning

Styrelsen föreslår en utdelning om 2,40 SEK per aktie. Som avstämningsdag för utdelning föreslås måndagen den 22 november 2004. Om bolagsstämman beslutar enligt förslaget beräknas utdelningen sändas ut genom VPCs försorg torsdagen den 25 november 2004.

## INFORMATIONSTILLFÄLLEN

- 17 november 2004  
Ordinarie bolagsstämma
- 16 december 2004  
Delårsrapport I, 1 september–30 november 2004
- Mitten av mars 2005  
Delårsrapport II, 1 september 2004–28 februari 2005
- Mitten av juni 2005  
Delårsrapport III, 1 september 2004–31 maj 2005
- Slutet av september 2005  
Bokslutskommuniké för 1 september 2004–31 augusti 2005
- Månadsskiftet oktober–november 2005  
Årsredovisning för 2004/2005

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](http://www.svolder.se).

# SVOLDER I KORTHET

Svolder är ett rent investmentbolag som placerar i börsnoterade aktier i svenska små och medelstora företag. Bolaget är noterat på Stockholmsbörsens O-lista. Svolders substansvärde offentliggörs veckovis och finns tillgängligt på bolagets hemsida.

- Substansvärdet ökade under verksamhetsåret 2003/2004 med 12,8 procent, justerat för lämnad utdelning, till 44,30 SEK per aktie. Samtidigt steg småbolagsindex CSX med 16,4 procent (exklusive underliggande utdelningar).
- Börskursen för B-aktien steg med 20,9 procent, justerat för lämnad utdelning, till 44,40 SEK per aktie. Substansvärdepremien uppgick på balansdagen till 0,2 procent.
- Styrelsen föreslår en utdelning om 2,40 SEK per aktie.
- Substansvärde och aktiekurs den 15 oktober 2004 uppgick till 46 respektive 49 SEK per aktie.

## NYCKELTAL

	2003/2004		2002/2003	
	SEK/aktie	%	SEK/aktie	%
Substansvärdets förändring	3,00	12,8	0,40	1,0
Aktiens totalavkastning	5,80	20,9	-3,20	-7,2
Carnegie Small Cap Index		16,4		14,8
Affärsvärldens generalindex		16,4		12,6
Resultat efter skatt	5,30		0,40	
Utdelning/direktavkastning	2,40 <sup>1)</sup>	5,4	2,25	5,8
Antal aktier, miljoner	12,8		12,8	

Definitioner av nyckeltal redovisas på sidan 65.

Nyckeltalen är beräknade utifrån värdering till verkligt värde.

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

Index omfattar ej aktieutdelningar.

<sup>1)</sup> Styrelsens förslag.

## STÖRSTA PORTFÖLJINNEHAVEN 2004-08-31

Aktie	Substansvärde MSEK	Portfölj- andel, %	Akkumulerad andel, %	Aktiekurs SEK/aktie	Känslighet <sup>1)</sup> +/-10%
Beijer Alma	56,9	10,0	10,0	109,50	0,44
Beijer Electronics	49,5	8,7	18,7	66,50	0,39
Trelleborg	42,8	7,5	26,2	112,50	0,33
XPonCard	38,8	6,8	33,0	133,00	0,30
Nolato	31,4	5,5	38,5	48,30	0,25
Telelogic	30,2	5,3	43,8	12,60	0,24

Portföljen i sin helhet presenteras på sidan 23.

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

## VD HAR ORDET

Svolders elfte verksamhetsår har gått. På kommande sidor skall bolagets styrelse och ledning redogöra för det arbete och de resultat som skapats under året. En årsredovisning är en utmärkt produkt för såväl bolagets ägare som dess personal och styrelse. Här finns mängder av möjligheter att beskriva varför olika beslut tagits, hur det gått och vad som blir den framtida inriktningen. Ägarna får dessutom möjlighet att utvärdera förvaltningen och kan utifrån ett fylligt underlag också vidta olika åtgärder.

### Information – en rättighet

I Internet- och besparingstider börjar det förekomma att delårsrapporter eller årsredovisningar inte längre sänds ut till aktieägare, om dessa inte uttryckligen begärt det. Jag tycker att det är fel tillvägagångssätt. En styrelse och en företagsledning har fått förtroendet att förvalta aktieägarnas pengar. Då måste det vara en självklarhet att lämna redovisningen först, och därefter endast stryka de aktieägare som uttryckligen begär att de inte önskar sådan information – inte omvänt. Vilken aktieägare avstår från information om hur hans eller hennes pengar är förvaltade? Det går inte bara att hänvisa till att allt finns på Internet, att förutsätta att aktieägarna har god teknologisk utrustning och kompetens eller är ständigt uppdaterade på när ny information är att vänta.

### Mindre börsbolag i stryckklass

Byråkrati och överdrivna offentliga krav på företagande brukar kritiserar av företrädare för svenska företag och organisationer. Särskilt berör denna kritik de mindre företagen, som oftast saknar de större börsbolagens uppsättning av specialister, rådgivare och etablerade strukturer. Även på Stockholmsbörsen finns många bolag, vilka ur ett placerarperspektiv betraktas som små, men som i den allmänna debatten uppfattas som ganska stora. Vissa amerikanska småbolagsförvaltare sätter en nedre börsvärdegräns vid 2 miljarder USD innan de intresserar sig för en aktie. Att presentera sig som förvaltare av aktier i svenska små och medelstora bolag innebär idag att man analyserar företag med marknadsvärden upp emot 20 miljarder SEK, med tiotusentals anställda och en global verksamhet. I detta virrvarr av nollor och valutatecken finns det också noterade småbolag. Företag med Norden som bas, tusentals medarbetare och dominerande arbetsgivare på en eller flera orter.

I spåren av redovisningsskandaler i USA och Europa, obegränsade optionsprogram i svenska storföretag och osmakliga fallskärmar skall regelverken nu förstärkas. Det är bra, även om det skall understrykas att avarterna är få.



Förvånande är att även de minsta börsbolagen förväntas åsättas samma krav på redovisning och uppförandekoder som de multinationella företagen – bolag med nästan uteslutande institutionellt ägande och med enorma resurser för ekonomisk redovisning och information. Lika viktigt som att regelverken förstärks är det att göra formkraven så flexibla så att de inte slår orättfärdigt hårt mot just de mindre bolagen. Erfarenheten visar att nämnda problem bland dessa varit ännu mer ovanliga, sannolikt beroende på närheten mellan ägare, styrelse och företagsledning.

För många av de små börsbolagen finns det en uppenbar risk för att de fördelar som följer av en marknadsnotering äts upp av kostnaderna för ökad administration, informationshantering och noteringsavgifter. Jag bedömer att riskerna just nu höjs i oönskat hög takt utifrån mängder av formkrav, strömlinjeformad revision och byråkratisk granskning. ”Vi brukar tala om för ett litet företag som önskar notera sina aktier att det kommer att kosta minst 5 MSEK samt ta halva VDs eller finanschefens tid för att löpande uppfylla kraven som börsnoterat företag”, sade en rådgivare nyligen till mig. Det kan idag ifrågasättas om det är ekonomiskt försvarbart att ha ett bolags aktier noterade om marknadsvärdet understiger 300 MSEK, kanske till och med under 500 MSEK – en mycket stor summa pengar för alla normala individer. 105 svenska börsbolag på A- och O-listan har idag ett börsvärde under 500 MSEK. Det är fyra av tio noterade ...

Många svenska kapitalförvaltare anser att börsbolag med börsvärden under ett par miljarder kronor har för låg omsättningsbarhet i sina aktier för att vara värda att äga. Möjligheterna att utnyttja aktiemarknaden för kapitaltillskott är därför redan begränsad för de mindre bolagen. Antalet noterade bolag minskar och allt färre nya tillkommer. När det sedan finns politiska företrädare som tycker att dessa börsbolags aktieägare inte ens skall få behålla den enda påtagliga fördel man i dagsläget har – befrielsen från förmögenhetsskatt – är det hög tid att ställa sig frågan: ”Vem värnar pluralism och spritt ägande på dagens svenska kapitalmarknad?”

Även om det sålunda finns stor anledning till oro för börsens förmåga och möjligheter att långsiktigt attrahera mindre bolag, är läget inte lika mörkt i ett kortare tidsperspektiv. Starka balansräkningar, lönsamma företag, osäker skattesituation, låga upplåningskostnader och höga IR-kostnader motiverar samtliga en hög uppköpsaktivitet bland de mindre bolagen. För en specialiserad aktör som Svolder skapas affärsmöjligheter på denna mindre konkurrensutsatta marknad.

### Attraktivt börsläge

Internationella valutafonden, IMF, presenterade nyligen sin senaste prognos World Economic Outlook. Av den framgår att tillväxten i världsekonomin för närvarande är på rekordnivåer. Inte sedan ”övervinståren” på 70-talet har den ekonomiska utvecklingen varit så stark. Eftersom inflationsförväntningar och kapacitetsutnyttjande fortfarande är ganska låga, konstaterar IMF att förutsättningarna är goda för att attraktiva räntenivåer och hög ekonomisk tillväxt skall kunna bestå under ytterligare något år.

Det är svårt att känna igen IMF:s positiva ekonomiska syn när man ser till värderingen av flera börsbolag eller när man lyssnar på många marknadsstrategier och storplacerares. Hoten i form av högt oljepris, begynnande inflation, amerikanska underskott, avkyllningen av Kinas ekonomi och låg sysselsättning i västvärlden får sammantaget betydligt större utrymme.

Men, samtidigt är det kanske pessimisten som är optimistens bästa vän. Den dramatiska börsnedgång som präglade 2000-talets inledning har varit riskkapitalets kris. Den skiljer sig från kriserna under tidigt nittital, som i stor utsträckning var kreditmarknadens och de finansiella systemens kris. Riskpremien på aktiemarknaden har blivit hög i riskaversionens tidstecken. Väl värt att notera är att med risk följer också möjligheter.

Jag tycker att det under senare år har rått en obalans mellan olika marknadens framtidssyn. Råvarumarknaderna har generellt sett varit överhettade under konjunkturuppsvinget, obligationsmarknaderna genomgående försiktiga eller rent av negativa till framtida tillväxt och aktiemarknaderna har inte vetat vilket ben de skall stå på. Kanske kan det hänföras till att ”pricing power” har förflyttats från konsumentnära bolag till företag långt bak i värdekedjan. Möjligen beror det på att det idag är andra, mer avlägsna och föga genomlysta, ekonomier som utgör drivkraften i den globala ekonomin. Måhända påverkas placerare av att företagens nyinvesteringar sker

på andra ställen i världen än hemmavid och att det just nu drabbar inhemsk sysselsättning.

Svenska exportföretag är sedan länge vana vid att anpassa sig till en föränderlig omvärld och att inte vara beroende av inhemska konkurrensförsvärande faktorer. Produktivitetsförbättringar, rationaliseringar och utländska investeringar kommer dessa bolags ägare till del i ekonomier med fria kapitalrörelser. Borde inte riskerna som placerare vara mindre i dessa bolag, än i exempelvis inhemska fastighets- eller konsumentvaruföretag?

### Verksamhetsåret 2003/2004 sämre än väntat

Det är bara två år sedan som svenska och internationella livförsäkringsbolag i en sällan skådad utförsäljning reducerade sin aktieexponering, med dramatiska kursfall som följde. Jag är personligen förvånad över att den positiva trendförändring, som inleddes under våren 2003, inte växte sig starkare under det gångna verksamhetsåret.

Svolders optimistiska placeringsinriktning var korrekt under verksamhetsårets första sex månader. Även om en reduktion då gjordes bland innehaven av aktier med förhållandevis hög rörelserisk, var den inte tillräcklig för att parera den svagare börs som präglade andra halvåret. Särskilt har vår försiktiga inställning till fastighetsbolag inneburit att såväl den absoluta som relativa värdeutvecklingen påverkats negativt. Förutom detta har några aktier överraskat positivt och några negativt. En särskild blomma sänder vi till Beijer Almas ledning och styrelse, som efter ihärdigt effektiviseringsarbete kraftfullt vänt den tidigare negativa resultat- och aktietrenden. Vår vana trogen lämnar vi i denna årsredovisning också ut ris till några portföljbolag.

### Hörnstenarna ligger kvar

Bolagets hörnstenar – hög utdelningsandel, tillförlitlig informationsgivning samt likabehandling av aktieägare – är intakta. Svolderaktiens värdering fortsätter att vinna respekt. Den ofta citerade så kallade substansvärderabatten har även detta verksamhetsår genomsnittligen varit låg.

Med bolagets utdelningspolicy och årets värdetillväxt i åtanke föreslår styrelsen en höjning av aktieutdelningen till 2,40 SEK per aktie. Väljer bolagsstämman att gå på styrelsens förslag har cirka 460 MSEK utbetalats sedan bolagets bildande, vilket motsvarar 36 SEK per Svolderaktie. Detta kan jämföras med de 320 MSEK (25 SEK per aktie) som ursprungligen placerades i bolaget. Någon företagsledare skulle kanske jämställa dessa utbetalningar med kostnader, hävda att det inte är skatteoptimalt att dela ut pengar eller att pengarna kan förvaltas bättre hos bolag än hos privatpersoner. Det är synsätt som Svolder inte delar. Bolagets ambition står oförändrad; långsiktig substansvärdetillväxt, i första hand överförd till Er ägare genom aktieutdelning.

Er tillgivne

Ulf Hedlundh

Verkställande direktör

# SVOLDERAKTIEN

## 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 50,00 SEK och den lägsta var 38,50 SEK. På balansdagen var den senaste betalkursen 44,40 SEK. Aktiekursen gick under verksamhetsåret knappt 1,5 procentenhet sämre än såväl CSX som Affärsvärldens generalindex exklusive lämnad utdelning. Svolderaktiens direktavkastning är årligen tre till fyra procentenheter högre än den för nämnda index.

## AKTIEKURS OCH CSX



## VÄRDEFÖRÄNDRING I PROCENT

	2003/2004	2002/2003
<b>Svolders aktiekurs (B)</b>		
Exklusive lämnad utdelning	15,0	-12,3
Inklusive lämnad utdelning	20,9	-7,2
<b>Carnegie Small Cap Index</b>	16,4	14,8
<b>Affärsvärldens generalindex</b>	16,4	12,6

Källa: SIX och Svolder  
Index exklusive utdelningar.

Köpkursen för Svolders A-aktie var på balansdagen 44,50 SEK. Dessförinnan var senaste betalkurs för A-aktien 47,00 SEK den 20 augusti.

## Aktieomsättning och ägarstruktur

Antalet aktieägare sjönk med knappt 200 till ca 7 800 enligt senast offentliga aktiebok. Det institutionella

ägandet har minskat till följd av att Sjätte AP-fonden sålde hela sitt innehav i Svolder. Merparten av aktierna förvärvades av Provobis Holding AB, som därmed blivit bolagets största aktieägare. Denna affär genomfördes direkt mellan parterna och påverkade därför inte omsättningstalen nedan.

## AKTIEOMSÄTTNING SVOLDER B

	2003/2004	2002/2003
Genomsnittligt antal omsatta aktier/börsdag	7 893	6 371
Genomsnittlig omsättning per börsdag, kSEK	352	224
Genomsnittligt värde per avslut, kSEK	25	21
Antal aktier per avslut	551	593
Antal avslut per börsdag	14	11
Andel börsdagar med avslut i aktien, %	99	98
Andel av antalet aktier som omsatts, %	16	13

Källa: SIX och Stockholmsbörsen

B-aktien har omsatts under 99 procent av samtliga handelsdagar, med ett genomsnitt om ca 7 900 aktier per börsdag. Omsättningen ökade jämfört med föregående verksamhetsår såväl i volym som i kronor räknat.

Handeln i Svolders A-aktie var begränsad och aktier omsattes under 24 procent av verksamhetsårets börsdagar. Aktieomsättningen uppgick genomsnittligen till ca 200 A-aktier per börsdag.

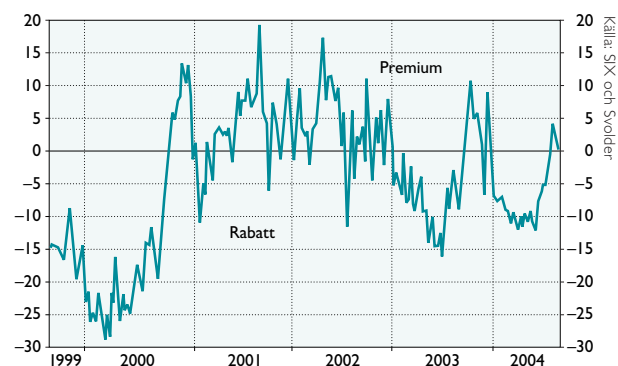
Enligt bolagsordningen kan ägare av A-aktier ansöka hos bolagets styrelse att stämpla om dessa till väsentligt mer omsättningsbara B-aktier. Styrelsen behandlar sådana ansökningar vid ordinarie styrelsesammanträden. Någon sådan omstämpling har inte begärts under verksamhetsåret.

## 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 12 procent och ett premium på 11 procent, med en genomsnittlig rabatt om 4 procent. Substansvärdepremierna på balansdagen var 0,2 procent.



## SUBSTANSVÄRDERABATT/PREMIUM (%)



## Värdebefrämjande åtgärder

Redan vid bildandet vidtogs ett antal åtgärder i syfte att minimera och om möjligt eliminera 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 publiceras veckovis på måndagar. Detta sker genom pressmeddelande samt på bolagets hemsida [www.svolder.se](http://www.svolder.se).

ÄGARSTRUKTUR<sup>1)</sup>

Ägare	A-aktier	B-aktier	Antal aktier	Förändring <sup>2)</sup>	Röster, %	Kapital, %
Provobis Holding AB	437 900	772 100	1 210 000	1 210 000	26,6	9,5
AMF Pension	20 000	1 171 200	1 191 200		7,1	9,3
Ernstströmgruppen		974 200	974 200		5,0	7,6
Konferensgruppen i Skandinavien AB		540 800	540 800	540 800	2,8	4,2
AMF Pension fonder		85 000	85 000		0,4	0,7
Svenska Röda Korset		80 000	80 000		0,4	0,6
Magnus Nilsson	35 000	35 000	70 000	2 000	2,0	0,5
Per Sjögren		61 400	61 400	4 600	0,3	0,5
Kathrine Rosengren	25 600	29 000	54 600	-1 000	1,5	0,4
Birgitta Wahling Bexhed		49 509	49 509	-698	0,3	0,4
<b>Summa tio största</b>	<b>518 500</b>	<b>3 798 209</b>	<b>4 316 709</b>	<b>1 755 702</b>	<b>46,4</b>	<b>33,7</b>
Utl ägare och förvaltare	9 980	190 642	200 622	25 044	1,5	1,6
Övriga (ca 7 800 st)	202 596	8 080 073	8 282 669	-1 780 746	52,1	64,7
<b>Totalt</b>	<b>731 076</b>	<b>12 068 924</b>	<b>12 800 000</b>	<b>0</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Röstetal per aktie</b>	<b>10</b>	<b>1</b>				

<sup>1)</sup> Ägarstruktur per 2004-06-30 samt därefter kända förändringar. Andelen institutionellt ägande utgör ca 11 procent (25 procent) av aktiekapitalet och ca 8 procent (38 procent) av röstetalet.

<sup>2)</sup> Innehavets förändring sedan 2003-06-30.

Källa: VPC AB, SIS Ägarservice AB

## FEMÅRSÖVERSIKT

	2003/2004	2002/2003	2001/2002	2000/2001	1999/2000
Substansvärdeförändring, MSEK	38,9	-23,4	-239,7	-553,5	396,7
Utbetald utdelning, MSEK	28,8	28,8	44,8	70,4	54,4
<b>Summa substansvärdeförändring, MSEK</b>	<b>67,7</b>	<b>5,4</b>	<b>-194,9</b>	<b>-483,1</b>	<b>451,1</b>
Värdeutveckling (B-aktien), MSEK <sup>1)</sup>	74,2	-69,1	-352,0	-172,8	281,6
Utbetald utdelning, MSEK	28,8	28,8	44,8	70,4	54,4
<b>Totalavkastning, MSEK</b>	<b>103,0</b>	<b>-40,3</b>	<b>-307,2</b>	<b>-102,4</b>	<b>336,0</b>
Resultat efter skatt, MSEK <sup>2)</sup>	67,7	5,4	-194,9	-483,1	451,1
Utdelning, MSEK <sup>4)</sup>	30,7	28,8	28,8	44,8	70,4
Utdelningsandel, %	5,4	5,4	5,2	5,7	5,2
Aktieportföljens direktavkastning, %	2,5	1,6	1,4	1,8	3,0
Vidareutdelningsandel, %	236	320	255	186	251
Portföljens omsättningshastighet, %	59	40	52	53	89
Förvaltningskostnader, MSEK	12,7	12,4	11,4	12,0	9,6
Förvaltningskostnader, %	2,3	2,3	1,7	1,1	0,8
Substansvärde, MSEK	567,3	528,4	551,8	791,6	1 345,1
Börsvärde (B-aktien), MSEK <sup>1)</sup>	568,3	494,1	563,2	915,2	1 088,0
Likviditet, %	0,6	7,1	5,9	11,0	7,2
Soliditet, %	100	100	100	100	100

## NYCKELTAL PER AKTIE

Substansvärdeförändring, SEK	3,00	-1,80	-18,70	-43,20	31,00
Utbetald utdelning, SEK	2,25	2,25	3,50	5,50	4,25
<b>Summa substansvärdeförändring, SEK</b>	<b>5,30</b>	<b>0,40</b>	<b>-15,20</b>	<b>-37,70</b>	<b>35,20</b>
Kursutveckling (B-aktien), SEK	5,80	-5,40	-27,50	-13,50	22,00
Utbetald utdelning, SEK	2,25	2,25	3,50	5,50	4,25
<b>Totalavkastning, SEK</b>	<b>8,00</b>	<b>-3,20</b>	<b>-24,00</b>	<b>-8,00</b>	<b>26,30</b>
Resultat efter skatt, SEK <sup>2)</sup>	5,30	0,40	-15,20	-37,70	35,20
Substansvärdeförändring, %	7,4	-4,2	-30,3	-41,2	41,8
Utbetald utdelning, %	5,4	5,2	5,7	5,3	5,8
<b>Summa substansvärdeförändring, %</b>	<b>12,8</b>	<b>1,0</b>	<b>-24,6</b>	<b>-35,9</b>	<b>47,6</b>
Kursutveckling, %	15,0	-12,3	-38,6	-15,9	34,9
Utbetald utdelning, %	5,9	5,1	5,0	6,5	6,8
<b>Totalavkastning, %</b>	<b>20,9</b>	<b>-7,2</b>	<b>-33,6</b>	<b>-9,4</b>	<b>41,7</b>
Carnegie Small Cap Index <sup>3)</sup> , %	16,4	14,8	-9,0	-27,2	37,0
Affärsvärldens generalindex <sup>3)</sup> , %	16,4	12,6	-28,8	-37,3	52,6
Substansvärde, SEK	44,30	41,30	43,10	61,80	105,10
Börskurs (B-aktien), SEK	44,40	38,60	44,00	71,50	85,00
Substansvärderabatt (-)/premium (+), %	0,2	-6,5	2,1	15,6	-19,0
Utdelning, SEK <sup>4)</sup>	2,40	2,25	2,25	3,50	5,50
Direktavkastning, %	5,4	5,8	5,1	4,9	6,5
Totalt antal A- och B-aktier, miljoner	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8

Definitioner av nyckeltal redovisas på sidan 65.

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

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

<sup>1)</sup> Beräknas utifrån börskurser för Svolder B, men för samtliga utestående aktier.

<sup>2)</sup> Utifrån verkligt värde.

<sup>3)</sup> Detta index tar ej hänsyn till utdelning.

<sup>4)</sup> För 2003/2004 enligt styrelsens förslag.

# 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.

I enlighet med den nomineringsprocess som löper inför bolagsstämman har Svolder 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 tillämplad 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. I Svolders niomånadersrapport (Delårsrapport III) informeras om nomineringsförfarandet och om möjligheten för alla aktieägare 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 möjliga 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 61.

Svolders styrelse fastställer årligen en arbetsordning. Arbetsordningen anger bl a styrelsens ålägganden, ansvarsfördelningar, mötesplan och vilka ärenden som skall föreläggas styrelsen. En etisk policy anger på ett övergripande sätt hur styrelsearbetet skall bedrivas. Bolagets styrelse sammanträder ca sex gånger om året, vanligtvis i anslutning till rapporteringstillfällena. Extra styrelsemöten förekommer vid behov. Härutöver sker löpande kontakter mellan styrelseledamöterna. En systematiserad utvärdering av styrelsens arbete sker årsvis.

## Redovisning och revision

Bolagets revisorer utför löpande revision i enlighet med god revisions sed 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 då värdepappersportföljen

värderas till verkligt värde. Revisorerna medverkar i styrelsens bokslutssammanträde, och presenterar då sin syn på redovisningen, ledningens kontroll samt bolagets allmänna skötsel. Eventuella transaktioner med närstående 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. Bolagets revisorer skall träffa styrelsen minst en gång per år, varvid särskild tid avsätts för diskussioner utan närvaro av VD eller andra anställda. I särskilda fall inhämtas utlåtanden från redovisningsexpertis, Stockholmsbörsen eller annan extern part.

## Extern information

Svolders externa redovisningsmaterial och investerarrelationer skall – i enlighet med bolagets informationspolicy – präglas av öppenhet, tillförlitlighet, tillgänglighet och snabbhet. Tryckt version av årsredovisningar, delårsrapporter samt kallelse till bolagsstämma distribueras till samtliga aktieägare som inte via VPC aktivt avsagt sig sådan information.

## 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.

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

Tre analytiker/förvaltare arbetar tillsammans med VD. Ansvarsfördelningen är uppdelad efter bransch. En analytiker är dessutom ansvarig för den strategiska inriktningen. Förvaltmöten hålls veckovis där förvaltning, värdeutveckling, analyser och särskilda åtgärder 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 förvaltmötena fattas portföljbeslut löpande. En sekreterare kompletterar förvaltarna i skötseln av bolaget, varvid antalet anställda är fem. Uppgifter om Svolders samtliga medarbetare ges på sidan 62.

### Förvaltningskostnader

VD presenterar ett förslag för styrelsen till kostnadsbudget för kommande verksamhetsår, vilken efter behandling fastställs av styrelsen. Den nuvarande förvaltningsorganisationen beräknas att ha en årlig kostnad om knappt 13 MSEK, vilket i förhållande till balansdagens substansvärde utgör ca 2,3 procent. Utöver nämnd kostnad kan kostnader tillkomma för 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 marknadsmässig 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. Svolders pensionsplan och VDs anställningsvillkor 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 och över en absolut minimiavkastning. Bonus fördelas av styrelsen efter förslag från en *ersättningskommitté* bestående av styrelsens ordförande, verkställande direktören och en representant för den kapitalmässigt största aktieägaren. VD bereder inte frågor om sin egen ersättning. 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 kan medverka i portföljbolags nomineringsprocesser. Bolaget är vanligtvis representerat på portföljbolagens bolagsstämmor.

## PORTFÖLJPOLITIK

Svolder investerar i marknadsnoterade aktier i svenska små och medelstora företag med marknadsvärden upp till 20 miljarder SEK. Med noterade aktier menas de företag som har tecknat noteringsavtal med Stockholmsbörsen.

Bolagen ingår vanligen i Carnegie Small Cap Index (CSX), ett värdeviktat index för noterade svenska små och medelstora bolag. Placeringar kan även göras i aktierelaterade instrument som konverteringslån och teckningsoptioner.

Portföljbesluten fattas på strikt kommersiella grunder utifrån samtliga aktieägares intresse. Valet av aktier 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.

### Utvärdering

Målsättningen är att över tiden ha en bättre avkastning än marknaden för svenska små och medelstora bolag, vanligen definierad som CSX.

### Onoterade bolag

Svolder nyinvesterar ej i onoterade aktier. Befintliga onoterade aktier skall på sikt marknadsnoteras eller avyttras på sådant sätt att hänsyn tas till historiska överenskommelser och de värden innehaven besitter.

### 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 valutasyn 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 har styrelsen skapat en möjlighet att ha en belåning om tio procent av substansvärdet, vilket inte utnyttjats under verksamhetsåret.

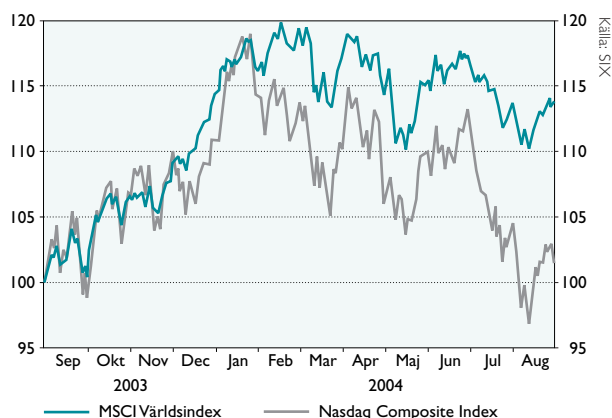
Svolder använder i begränsad utsträckning derivat, dvs optioner, terminer etc, i den mån det är lämpligt och möjligt. Bolaget kan delta i garantikonsortier för nyemissioner och låna ut aktier om det är kommersiellt betingat. Styrelsens placeringsinstruktion reglerar nivån på möjligt utnyttjande av nämnda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

# MARKNADSKOMMENTAR

## Tudelat börsår

Den första hälften av verksamhetsåret präglades av stigande kurser och växande omsättning på världens aktiebörser. Goda kvartalsrapporter från företagen, allt bättre konjunkturutsikter och låga räntor bidrog till ett positivt klimat. Börstrenden bröts i början av 2004 och marknadsaktiviteten började avta. Sedan mars månad har aktiemarknaderna i princip gått sidledes. Rädsla för kommande styrräntehöjningars effekter på tillväxt och vinster började ta överhanden. Placerarna ignorerade de fortsatt starka bolagsrapporterna. Kraftigt stigande oljepriser spädde på oron för lägre tillväxt. Ökad global efterfrågan drev upp priset på olja, mätt i USD, med drygt 30 procent under tolv månadersperioden. Allmän osäkerhet på marknaden ledde till att riskpremien för aktieplaceringar höjdes, vilket ytterligare bidrog till att dämpa kursutvecklingen under senare delen av verksamhetsåret.

## VÄRLDSINDEX OCH NASDAQ (USD)



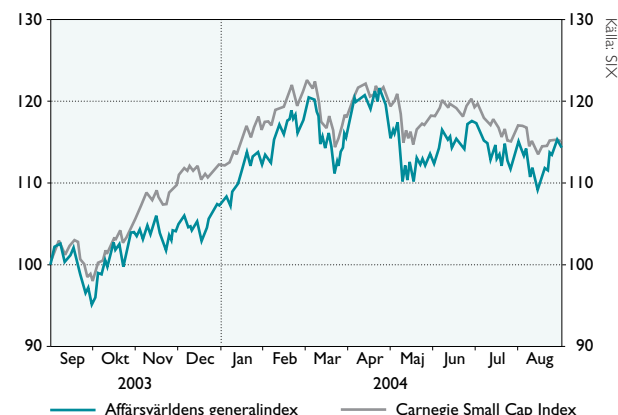
Världsindex steg med 13,7 procent under verksamhetsåret, mätt i USD. Uppgången på den amerikanska teknologibörsen Nasdaq stannade vid 1,5 procent i samma valuta. Centralbanken i USA genomförde den första räntehöjningen på flera år. Höjningen gjordes visserligen från en historiskt mycket låg nivå, men förväntningar om fortsatt stigande räntor var särskilt negativt för värderingen av IT- och tillväxtaktier. Till följd av svagare dollar ökade Världsindex med knappt 3 procent räknat i svenska kronor medan Nasdaq sjönk. De index som kommenteras i detta avsnitt omfattar inte underliggande utdelningar.

## Stark Stockholmsbörs

Stockholmsbörsen, enligt Affärsvärldens generalindex, steg under verksamhetsåret med 16,4 procent. Samtliga huvudbranscher noterade kursuppgångar. Utvecklingen var särskilt stark inom Finans och fastighet samt Industriella varor och tjänster. Även småbolagsmarknaden, mätt som CSX, gick upp med 16,4 procent.

Effekterna av de senaste årens kostnadsrationaliseringar och en allt bättre konjunktur fick genomslag i bolagens resultaträkningar. En majoritet av börsbolagen redovisade bättre vinster än väntat i rapporterna under året. Även

## AFGX OCH CSX



försäljningsutvecklingen överraskade positivt. Drivkrafterna var främst stigande efterfrågan på viktiga exportmarknader men även en förbättrad inhemsk ekonomi. För första gången på flera år började aktiemarknadens analytiker justera upp sina vinstprognoser.

Trots lägre handelsvolymen mot slutet av verksamhetsåret ökade omsättningen på Stockholmsbörsen betydligt jämfört med föregående år. Det ökade aktieintresset märktes även i form av kapitalinsättningar i bankernas aktiefonder under de flesta av periodens månader.

## Svagare dollar

Den svenska kronan stärktes med 11 procent mot den amerikanska dollarn medan kronkursen var stabil mot euron under perioden. Valutförändringar har väsentlig betydelse för resultatutvecklingen i många börsbolag. God tillväxt i den amerikanska ekonomin och höjda styrräntor har dock gjort att dollarkursens nedgång avtagit.

## VALUTAKURSER



## Sjunkande räntor

Vid utgången av verksamhetsåret var räntorna omkring en halv procentenhet lägre än tolv månader tidigare för såväl korta som långa löptider. Riksbanken sänkte styrräntan vid två tillfällen till följd av oväntat lågt inflationstryck i den svenska ekonomin. Även de svenska obligationsräntorna låg kvar på historiskt mycket låga nivåer trots positiva konjunktursignaler.



# ANALYS AV VÄRDEFÖRÄNDRINGEN

*Analysen av Svolders värdeförändring under verksamhetsåret 2003/2004 görs i två huvudavsnitt.*

*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). 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 portföljbolagen under de senaste två verksamhetsåren.*

## RELATIV PORTFÖLJANALYS

Svolders jämförelseindex är Carnegie Small Cap Index (CSX) – ett värdeviktat index som på balansdagen bestod av 235 svenska småbolagsaktier, fördelade på 9 huvudbranscher och med ett samlat marknadsvärde om drygt 470 miljarder SEK. Ingående aktier i CSX förändras kvartalsvis utifrån en övre börsvärdegräns beräknad efter värdeutvecklingen för samtliga aktier på de nordiska börserna och som i dagsläget är knappt 20 miljarder SEK (oktober 2004). Under verksamhetsåret förändrade Carnegie kapitalgränserna för flera av sina index. Det tidigare sk Mid Cap Index upphörde och integrerades i stället med CSX. Återskapanden av indexvärden från 1998 har därefter gjorts av Carnegie. Orsaken till förändringen var att flertalet kapitalförvaltare av små och medelstora bolag har en placeringsinriktning som också omfattar detta högre värdeintervall.

Svolder tillämpar det nya CSX som jämförelseindex för hela verksamhetsåret 2003/2004. I diagram och tabeller är det detta CSX som beskrivs för den äldre historiska utvecklingen, även om beloppsgränserna då inte överensstämde med Svolders placeringsinriktning. Svolder har dock efter hand infört en mer flexibel inställning till värdegränserna för portföljinhaven och CSX som jämförelseindex, utan att för den skull givit avkall på bolagets inriktning mot aktier i svenska små och medelstora noterade bolag.

Under verksamhetsåret har även branschklassificeringen i CSX förändrats till förmån för uppdelning enligt

### BÖRSVÄRDEN OCH VIKTER I CSX PER 2004-08-31

Branscher	Börsvärde (MSEK)	Andel (%)	Antal (st)
Energi och kraftförsörjning	9,4	2,0	1
Material	61,7	13,0	15
Industriella varor och tjänster	108,7	22,9	56
– Industrivaror	(80,7)	(17,0)	(36)
– Industriella tjänster	(14,5)	(3,1)	(14)
– Transport	(13,6)	(2,9)	(6)
Sällanköpsvaror och tjänster	63,1	13,3	27
Dagligvaror	17,7	3,7	4
Hälsovård	43,0	9,1	24
Finans och fastighet	127,8	27,0	36
Informationsteknologi	39,3	8,3	69
– Programvara och tjänster	(24,6)	(5,2)	(42)
– Hårdvara och tillbehör	(14,7)	(3,1)	(27)
Telekomoperatörer	3,0	0,6	3
<b>Totalt</b>	<b>473,9</b>	<b>100</b>	<b>235</b>

Källa: SIX och Svolder

Global Industry Classification Standard (GICS). Denna standard används av bland annat Stockholmsbörsen, Morgan Stanley Capital International och Standard & Poor's. Alla klassificeringar kan ifrågasättas och enskilda bolags placering framstår ibland som svårförklarade. Samtidigt utgör officiella klassificeringar och index de mest trovärdiga jämförelsenormerna samt har högst internationell acceptans. Åter igen bör påpekas att Svolder inte strävar efter att ha en indexportfölj, men önskar ändå att tydligt visa på avvikelser från marknaden i ett generellt perspektiv och på den portföljmässiga risk som är förknippad med detta. Se även avsnittet Riskanalys på sidan 24.

Den värdemässigt största branschen i CSX utgörs av Finans och fastighet, som svarar för 27 procent av dess underliggande värde, och huvudsakligen består av fastighets- och investmentbolag. Därefter följer branschgrupperna Industriella varor och tjänster, Sällanköpsvaror och tjänster samt Material värdemässigt i betydelse. Nämnade fyra branscher står för mer än tre fjärdedelar av CSX värde. Flertalet branscher är heterogena. Exempelvis innehåller gruppen Industriella varor och tjänster såväl teknik-konsulter som entreprenadföretag och flygbolag. Av det antal bolag som ingår i CSX finns de till antalet flesta inom branscherna Informationsteknologi (69 st) samt Industriella varor och tjänster (56 st). Bland annat av det skälet sker i CSX även en nedbrytning på underbranscher i just dessa två huvudbranscher. Industriella varor och tjänster delas upp i Industrivaror, Industriella tjänster och Transport, där Industrivaror är den värdemässigt och till bolagsantalet största underbranschen. Informationsteknologi delas i Programvara och tjänster respektive Hårdvara och tillbehör.

Branschernas vikter förändras till följd av kursförändringar, nyemissioner samt aktier som tillkommer eller försvinner utifrån den rörliga småbolagsgränsen. Under verksamhetsåret har förändringarna av branschvikterna varit mindre framträdande än tidigare år, även om ingående bolag varierat. Exempelvis har det medicintekniska bolaget **Gambro** ingått i index som dess största bolag under tre månader, och då haft en mycket stark absolut och relativ värdeutveckling.

Värdeförändringarna på den samlade svenska börsen definieras ofta enligt Affärsvärldens generalindex (AFGX). Under den senaste tolv månadersperioden har CSX och AFGX utvecklats lika starkt.

Branschuppdelningen i AFGX skiljer sig från januari 2004 från CSX. I syfte att möjliggöra jämförelser, utan hänsyn till bolagens storlek, presenteras istället såväl Stockholmsbörsens övergripande SX-index som dess

branschindex. SX-index har liknande uppbyggnad som CSX. Totalindex för SX hade en något högre årsavkastning än AFGX (+0,5 procentenheter) för verksamhetsåret 2003/2004.

Svolders substansvärde steg under verksamhetsåret med 12,8 procent, efter återläggning av lämnad utdelning om 2,25 SEK per aktie. Utfallet är nästan sex procentenheter sämre än CSX, efter motsvarande justering för beräknade aktieutdelningar hos de underliggande aktierna. Förklaringen – som vidareutvecklas nedan – går främst att finna i en för låg andel av finansiella företag i aktieportföljen och då i synnerhet avsaknaden av fastighetsbolag. Därtill kommer nedskrivningen av värdet i Besthand samt kursfallet i Biacore.

#### VÄRDEFÖRÄNDRING I PROCENT

	2003/2004	2002/2003	2001/2002
<b>Svolders substansvärde</b>			
Exklusive lämnad utdelning	7,4	-4,2	-30,3
Inklusive lämnad utdelning	12,8	1,0	-24,6
<b>Carnegie Small Cap Index<sup>1)</sup></b>	16,4	14,8	-9,0
<b>Affärsvärldens generalindex<sup>1)</sup></b>	16,4	12,6	-28,8

<sup>1)</sup> Presenterade index är exklusive utdelning.

Källa: SIX och Svolder

Svolders aktieportfölj är kraftigt överviktad mot Informationsteknologi och underviktad mot Finans och fastighet i förhållande till CSX. Branschklassificeringen anses missvisande då stora innehav i företag som **Beijer Electronics**, **Nolato** och **XponCard** har väsentligt fler likheter med företag inom branschen Industriella varor och tjänster än exempelvis utvecklings- och konsultföretag inom Informationsteknologi.

#### SVOLDER: BRANSCHVIS PORTFÖLJEXPONERING 2004-08-31

Bransch	Svolder <sup>1)</sup> %	CSX %	Stockholms börsen (SX) %
Energi och kraftförsörjning	-	2,0	0,6
Material	8,9	13,0	5,7
Industriella varor och tjänster	27,7	22,9	21,3
– Industrivaror	(22,7)	(17,0)	(18,9)
– Industriella tjänster	(5,1)	(3,1)	(2,0)
– Transport	(-)	(2,9)	(0,5)
Sällanköpsvaror och tjänster	12,2	13,3	10,9
Dagligvaror	-	3,7	2,2
Hälsovård	6,0	9,1	8,2
Finans och fastighet	3,4	27,0	26,7
Informationsteknologi	41,8	8,3	15,5
– Programvara och tjänster	(11,6)	(5,2)	(1,0)
– Hårdvara och tillbehör	(30,2)	(3,1)	(14,5)
Telekomoperatörer	-	0,6	8,8
<b>Totalt</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

<sup>1)</sup> Likvida medel ingår ej, då dessa saknas i nämnda index.

Källa: Svolder, Carnegie och Stockholmsbörsen

Om aktieportföljens samlade substansvärdebidrag ställs i relation till genomsnittligt placerat kapital under verksamhetsåret 2003/2004, vilket ur avkastningsperspektiv är det

mest rättvisande, framgår det att räntabiliteten för branschen Dagligvaror varit högst följd av Industriella varor och tjänster. I Dagligvarors fall är detta hänförligt till en låg kapitalbindning eftersom innehavet i **Axfood** successivt sålts under senare delen av verksamhetsåret. Görs en uppdelning inom branschen Industriella varor och tjänster, framkommer att varor haft en mycket god lönsamhet medan portföljinnehaven – **Besthand**, **Observer** och **Proffice** – inom tjänster varit starkt belastande för substansvärdet.

#### SVOLDER: LÖNSAMHET 2003/2004 PER BRANSCH<sup>1)</sup>

Bransch	Antal företag	Genomsnittligt placerat kapital (MSEK)	Substans- värdebidrag (MSEK)	Ränta- abilitet %
Energi och kraftförsörjning	-	-	-	-
Material	4	40,0	4,2	10,6
Industriella varor och tjänster	8	138,7	36,4	26,2
– Industrivaror	(5)	(103,4)	(48,6)	(47,0)
– Industriella tjänster	(3)	(35,3)	(-12,2)	(-34,7)
– Transport	(-)	(-)	(-)	(-)
Sällanköpsvaror och tjänster	3	68,7	4,8	7,0
Dagligvaror	1	19,4	11,2	57,5
Hälsovård	2	25,7	-8,0	-31,1
Finans och fastighet	2	23,8	-4,5	-19,0
Informationsteknologi	11	260,0	35,7	13,7
– Programvara och tjänster	(4)	(68,6)	(18,6)	(27,2)
– Hårdvara och tillbehör	(7)	(191,5)	(17,1)	(8,9)
Telekomoperatörer	-	-	-	-
<b>Summa aktieportfölj</b>	<b>31</b>	<b>576,3</b>	<b>79,8</b>	<b>13,9</b>
Likvida medel		19,9	0,5	2,5
Kostnader			-12,7	
<b>Totalt</b>		<b>596,2</b>	<b>67,7</b>	

<sup>1)</sup> Beräkningen av genomsnittligt kapital baseras på utgående kvartalsvärden.

Någon officiell nedbrytning av CSX värdeutveckling på enskilda branscher förekommer inte. Det är därför svårt att dra några säkra slutsatser om den relativa placeringsförmågan i Svolders förvaltning. Närmaste branschinformation finns att hämta via Stockholmsbörsens olika sk SX-index. Dessa domineras dock i mycket hög grad av de stora bolagens utveckling. Ericsson förklarar helt utvecklingen för huvudbranschen Informationsteknologi och i ännu större utsträckning delbranschen Hårdvara och tillbehör. På motsvarande sätt dominerar H & M Sällanköpsvaror och tjänster och AstraZeneca branschen Hälsovård.

Med detta i beaktande framstår Svolders förvaltningsresultat som svagt inom Hälsovård samt Finans och fastighet. Inom Industriella varor och tjänster samt Dagligvaror har resultatet å andra sidan varit gott. Söker man sig nedåt bland delbranscher framstår placeringsförmågan inom Industrivaror som mycket bättre än för Industriella tjänster samt inom Programvara och tjänster framför Hårdvara och tillbehör. Den värdemässigt bästa utvecklingen

LÖNSAMHET 2003/2004 PER BRANSCH I PROCENT <sup>1)</sup>

Bransch/delbransch	Svolder	Stockholmsbörser
Energi och kraftförsörjning	-	103,4
Material	10,6	2,1
Industriella varor och tjänster	26,2	15,2
– Industrivaror	(47,0)	(18,6)
– Industriella tjänster	(-34,7)	(-5,8)
– Transport	(-)	(-3,5)
Sällanköpsvaror och tjänster	7,0	3,6
Dagligvaror	57,5	25,5
Hälsovård	-31,1	12,4
Finans och fastighet	-19,0	21,8
Informationsteknologi	13,7	43,5
– Programvara och tjänster	(27,2)	(17,0)
– Hårdvara och tillbehör	(8,9)	(45,8)
Telekomoperatörer	-	2,2
<b>Totalt</b>	<b>13,9</b>	<b>16,9</b>

<sup>1)</sup> Värdena avser förändringen inom SX-delindex.

på börserna redovisade Energibolagen. Detta är en mycket liten del av den svenska aktiemarknaden hänförlig till en aktie, Lundin Petroleum.

Svolder gjorde bedömningen att i den konjunkturförbättring som noterades under verksamhetsåret så skulle de ränteberoende fastighetsbolagen utvecklas sämre än aktiemarknaden generellt. Många av fastighetsbolagens intäkter var satta under press till följd av stigande vakanser. Likaså rådde svårigheter att få ut högre hyror för att kompensera kostnadsstegringar för bland annat uppvärmning. Svolder har också förvånats av det stora intresse som svenska fastighetsbestånd fortsatt att röna bland internationella finansiella placerare.

## SX-FASTIGHETER OCH CSX



Det är samtidigt på sin plats att berömma flertalet av fastighetsbolagens ledningar och styrelser för ägarvänliga insatser under en följd av år. Genom fastighetskrisen under nittioalets inledning har kunskap kunnat inhämtas kring centrala frågeställningar för just fastighetsbolag. Därigenom har ökad vilja att lämna aktieutdelning, öppenhet kring bolagsinformation, anpassning av kapitalstrukturer samt kritisk granskning av investeringskalkyler vid nyproduktion och förvärv framgångsrikt varit ledstjärnor för många aktörer inom fastighetsbranschen.

## ABSOLUT PORTFÖLJANALYS

I portföljuppställningen på sidan 23 redovisas Svolders aktieinnehav uppdelat efter bransch. Fördelningen följer Stockholmsbörsens och Carnegies branschuppdelning. Eftersom branscherna Industriella varor och tjänster samt Informationsteknologi innehåller ett mycket stort antal bolag, har Carnegie valt att särskilt redovisa dessa branschens undergrupper. Svolder har under verksamhetsåret följt Carnegies presentationssätt i de senaste delårsrapporterna. I detta avsnitt ges även information på huvudbranschnivå.

## SVOLDER: SUBSTANSVÄRDEBIDRAG 2003/2004 PER BRANSCH

Bransch	Antal företag	Substansvärdebidrag (MSEK)	Ack. värdeförändring (%)
Energi och kraftförsörjning	-	-	-
Material	4	4,2	0,8
Industriella varor och tjänster	8	36,4	6,9
– Industrivaror	(5)	(48,6)	(9,2)
– Industriella tjänster	(3)	(-12,2)	(-2,3)
– Transport	(-)	(-)	(-)
Sällanköpsvaror och tjänster	3	4,8	0,9
Dagligvaror	1	11,2	2,1
Hälsovård	2	-8,0	-1,5
Finans och fastighet	2	-4,5	-0,9
Informationsteknologi	11	35,7	6,7
– Programvara och tjänster	(4)	(18,6)	(3,5)
– Hårdvara och tillbehör	(7)	(17,1)	(3,2)
Telekomoperatörer	-	-	-
<b>Totalt</b>	<b>31</b>	<b>79,8</b>	<b>15,1</b>
Likvida medel		0,5	0,1
Kostnader		-12,7	-2,4
<b>Totalt</b>		<b>67,7</b>	<b>12,8</b>

Aktier inom branscherna Industriella varor och tjänster samt Informationsteknologi har haft störst positiv påverkan på Svolders substansvärde under verksamhetsåret, med en värdetillväxt om 36,4 respektive 35,7 MSEK (tillsammans 5,60 SEK per Svolderaktie). Branscherna Hälsovård samt Finans och fastighet har haft en negativ inverkan på substansvärdets utveckling. Övriga branscher har positivt påverkat bolagets värdetillväxt. Ungefär två tredjedelar av de aktier som under verksamhetsåret funnits i bolagets aktieportfölj gav positiva bidrag.

De 31 aktier som under verksamhetsåret 2003/2004 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 25 kvarvarande innehaven vid verksamhetsårets utgång gav, inklusive mottagna utdelningar om 12,0 MSEK, tillsammans ett bidrag till substansvärdet om 70,2 MSEK (5,50 SEK per Svolderaktie) under 2003/2004. De sex värdepapper som på balansdagen ej längre fanns kvar i portföljen gav likaså ett bidrag, som efter tillägg av 1,0 MSEK i erhållna aktieutdelningar, tillsammans utgjorde



## SVOLDER: SUBSTANSVÄRDEBIDRAG 2003/2004

Befintliga innehav		Substansvärdebidrag (MSEK)
Aktie	Bransch	
Beijer Alma	Industrivaror	43,0
Telelogic	IT-programvara och tjänster	23,7
Nolato	IT-hårdvara och tillbehör	13,0
Trelleborg	Sällanköpsvaror och tjänster	7,6
XPonCard	IT-hårdvara och tillbehör	7,5
ProfilGruppen	Material	2,9
Haldex	Industrivaror	2,6
SwitchCore	IT-hårdvara och tillbehör	1,5
Alfa Laval	Industrivaror	1,3
Getinge	Hälsovård	1,1
<b>Summa tio största</b>		<b>104,2</b>
<b>Övriga (10 st)</b>		<b>-5,8</b>
Axis	IT-hårdvara och tillbehör	-3,6
Orc Software	IT-programvara och tjänster	-4,0
Observer	Industriella tjänster	-4,1
Besthand	Industriella tjänster	-7,5
Biacore	Hälsovård	-9,1
<b>Summa fem minsta</b>		<b>-28,2</b>
<b>Summa befintliga innehav</b>		<b>70,2</b>
<b>Tidigare innehav</b>		
Axfood	Dagligvaror	11,2
Höganäs	Material	0,4
Unibet	Sällanköpsvaror och tjänster	0,2
TurnIT	IT-programvara och tjänster	0,3
Proffice	Industriella tjänster	-0,6
NeoNet	Finans och fastighet	-1,8
<b>Summa tidigare innehav</b>		<b>9,6</b>
<b>Totalsumma befintliga och tidigare innehav</b>		<b>79,8</b>

9,6 MSEK. Det samlade substansvärdebidraget under verksamhetsåret utgjorde sålunda 79,8 MSEK (6,20 SEK per aktie).

I detta textavsnitt kommer ett flertal av de bolag som under verksamhetsåret kraftigast påverkat Svolders substansvärde, och som omnämns i tabellen ovan, att närmare belysas. Därutöver kommer särskilt **Eniro**, **Observer**, **SSAB**, **Scribona**, **Axfood**, **Micronic** och **NeoNet** att kommenteras under avsnittet Portföljförändringar 2003/2004.

Aktier som haft stor inverkan på värdeutvecklingen under vart och ett av de två senaste åren behandlas under rubriken Två års utveckling, bland annat **Nolato** och **ProfilGruppen**.

I årsredovisningens avsnitt Bolagspresentationer, se sidan 32, beskrivs också innehav med såväl positiv som negativ betydelse för det senaste årets portföljutveckling, exempelvis **Beijer Alma**, **Getinge** och **Orc Software**.

Årets analys över värdeförändringarna visar, till skillnad från föregående två år, ingen entydig bild över dramatiska förändringar från ett år till ett annat. Visserligen hör några bolag som ifjol var lågpresterare, exempelvis **Beijer Alma**, **Axfood** och **XPonCard**, till årets vinnare. Likaså

förmår inte **Beijer Electronics** och **Micronic** att upprätthålla fjolårets mycket goda bidrag. Men, medan några bolag fortsätter att skapa goda resultat – där särskilt **Nolato**, **Trelleborg** och **Telelogic** bör omnämnas – lyckas bland andra **Axis** och **Carnegie** ännu inte övertyga place-rarna.

Industrikonglomeratet **Beijer Alma** utgör verksamhetsårets i särklass största bidragsgivare. Under flera år har dock verksamheten brottats med problem till följd av sena förvärv och stora kapacitetsinvesteringar under föregående konjunkturcykel samt efterfrågefallet inom telekombranschen. De under slutet av 2003 förbättrade marknadsbetingelserna för telekomföretagen har, tillsammans med industrigruppen Lesjöfors höga lönsamhet, snabbt förändrat bilden av en koncern beskriven som ett problemfyllt industrikonglomerat till att i stället vara ett starkt kassagenererande industriföretag inom attraktiva tillväxtbranscher. Aktien bidrog med hela 43,0 MSEK till Svolders substansvärde, motsvarande 3,40 SEK per Svolderaktie. **Beijer Almas** verksamhet beskrivs utförligt på sidan 34.

**Telelogic** utvecklar och säljer programvaror som effektiviserar kundernas egna utveckling av mjukvara. Bolaget tillhör de ledande globala leverantörerna av utvecklingsverktyg åt bland annat telekommunikations-, bil- samt flyg- och försvarsindustrin. **Telelogic** drabbades under inledningen av 2000-talet hårt av den globala nedgången bland industriinvesteringar. Under senare år har företagsgruppen genom sin internationella närvaro utnyttjat fördelar hos olika geografiska regioner och flyttat resurser för att uppnå kostnadsbesparingar. Bolaget har tidigare dragit nytta av ökade investeringar inom försvarsindustrin, men har under den senaste tolv månadersperioden noterat allt starkare och bredare konjunktursignaler. Vid konjunkturuppgångar stiger resultat och kassaflöden snabbt hos bolag som har höga bruttomarginaler. Detta gav också näring åt **Telelogic**aktien, som steg snabbt under verksamhetsårets inledande sex månader. Utförsäljningen från en storägare, tillika tidigare huvudägare, samt en betydande försäljning från VD satte dock brytning för den fortsatta kursuppgången. Det bör dock påpekas att bolagets utveckling efter dessa försäljningar väl har följt indikerad och av aktiemarknaden förväntad resultat- och omsättningstillväxt. Aktien bidrog med 23,7 MSEK (1,90 SEK per Svolderaktie) till substansvärdet.

## TELELOGIC



Trelleborgskoncernen är idag en global industrikoncern med verksamhet i ett 40-tal länder. Basen för verksamheten är spetskompetens inom polymera material och är fokuserad mot kunder inom fordons-, bygg- och övrig industri. Innehavet i **Trelleborg** utökades kraftigt under föregående verksamhetsår och har kommit att bli ett av de mest betydande. Bedömningen om god vinstpotential, låg finansiell risk samt hög utdelningskapacitet och direktavkastning har i huvudsak visat sig korrekt. Den starka kursutvecklingen i Trelleborg under årets första åtta månader utnyttjades till att något reducera innehavet. Aktiekursen vände nedåt under slutet av april och aktien har haft en svag börsommar. Oro för en eventuellt lugnare konjunkturutveckling samt kraftigt stigande råmaterialpriser har präglat placerarnas inställning. Aktiekursen har sjunkit till nivåer som gör att värderingen bedöms som mycket intressant utifrån fundamentala nyckeltal. Trots kursfallet under sommaren har Trelleborg bidragit med 7,6 MSEK till substansvärdet, motsvarande 0,60 SEK per Svolderaktie.

#### TRELLEBORG



**XPonCard** är den ledande aktören på den nordiska marknaden för plastkort med tillhörande service. Dessutom bedrivs en global verksamhet inom SIM-kort för mobiltelefoni. Den nya europastandarden EMV, som förutsätter så kallade smarta kort med inbyggda chip i stället för endast magnetremsa, införs den 1 januari 2005. Från och med detta datum ersätter inte kortföretagen banker, köpställen eller andra utfärdare för kortbedrägerier vid sidan om EMV. Kalenderåret 2003 var ett mellanår för de nordiska kortföretagen eftersom utbytestakten av bankkort var låg. I bolagets sexmånadersrapport för 2004 kunde åter en betydande volym- och resultatillväxt noteras. SIM-kortsverksamheten har haft många skeptiker utifrån bland annat bedömningen att XPonCard inte skulle uppnå kritisk storleksmassa. En successivt större andel av gruppens försäljning av SIM-kort sker idag till tillväxtregioner utanför Europa. Under 2003, då bankkortdelen var svag, motiverade denna rörelsedel väl sin plats i koncernen. Börsen har också börjat fokusera på vinstnivåer och kassaflöden för 2004 och åren framöver, samt kalkylera med att gamla marginal- och lönsamhetsmål åter skall kunna uppfyllas. Kursuppgången för XPonCard har bidragit med 7,5 MSEK (0,60 SEK per Svolderaktie) till substansvärdeökningen.

I kvartalsrapporten för det andra kvartalet 2004 redovisade **Biacore** åter en betydande försäljningsminskning kombinerat med en vinstvarning för helåret. Aktiemarknadens reaktion blev extra stor eftersom svårigheterna från i fjol, då bolaget tvingades till flera prognossänkningar, såg ut att ha lindrats under inledningen av året. Bakslaget ledde till att ny VD utsågs och att en grundlig genomgång av bolaget initierades av styrelsen. Biacores dåliga utveckling kan inte enbart förklaras av svaga marknader utan beror sannolikt även på interna effektivitetsproblem. Bolaget har förutsättningar att dra fördel av sitt starka produktsortiment och den etablerade kundbasen. Verksamheten är vinstgivande och den finansiella ställningen är fortsatt mycket god. Det aviserade åtgärdsprogrammet kommer dock att resultera i strukturstyrkostnader och det finns en risk för att utdelningen tillfälligt kan slopas. Det är nu upp till Biacores styrelse och ledning att återskapa förtroendet på aktiemarknaden. Belastningen på substansvärdet blev 9,1 MSEK (-0,70 SEK per Svolderaktie) – mest negativ såväl absolut som relativt bland de noterade innehaven.

#### BIACORE



**Axis** verksamhet består av två produktområden, Video och Print. Från att ha varit en mindre del av koncernen, utgör Video idag den dominerande och växande delen. Axis byggde tidigt upp en internationell försäljningsorganisation och nästan all försäljning genereras utanför Sverige. Produktområde Video består av nätverkskameror och videoservrar, med fokus på industriella applikationer samt produkter för säkerhet och övervakning. Efterfrågan gynnas av det växande övervakningsbehovet i samhället och det pågående teknikskiftet från analoga till digitala kameror, där Axis har en marknadsledande ställning. Det andra stora affärsområdet, Print, omfattar skrivarservrar och dess betydelse för koncernen minskar hela tiden i omfattning. För ett tillväxtbolag är det dock nödvändigt att på koncernnivå kunna uppvisa god tillväxt i omsättning och förbättrade rörelseresultat. Enligt bolagets halvårsrapport är verksamheten nu i sin helhet åter på plus och Video-delens kommersiella framgångar bör inte längre kunna överskuggas av den krympande Print-delen. Kursutvecklingen dessförinnan var dock negativ och innehavet i Axis belastade Svolders substansvärde med 3,6 MSEK (0,30 SEK per aktie).

## Två års utveckling

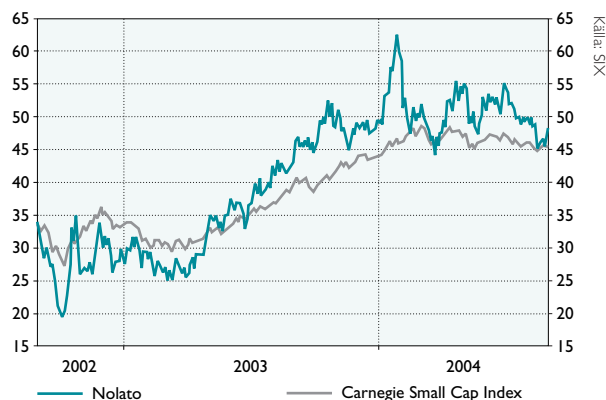
Aktieförvaltning bör ses i ett längre perspektiv än enstaka kvartal. Särskilt glädjande är det att finna aktier som år efter år bidrar till bolagets värdetillväxt. Genom åren har det för Svolder funnits några typiska sådana bolag, där kanske **Hexagon**, **JM**, **LjungbergGruppen** och **Nibe Industrier** påtagligast kommer i åtanke. Erfarenheterna visar däremot på stora värdeförändringar mellan åren till följd av snabbt förändrade preferenser från placerare och starkt varierande förmåga hos bolagen att anpassa sig till förändrade marknadsbetingelser. Dessa erfarenheter pekar också på behovet för aktieförvaltare att ständigt ifrågasätta de förväntningar som finns inbyggda i aktiekurserna samt vilka prognoser bolagen lämnar till analytiker, placerare och ekonomijournalister.

### SUBSTANSVÄRDEBIDRAG I MSEK – TVÅ VERKSAMHETSÅR

Aktie	Totalt	2003/2004	2002/2003
Beijer Alma	35,3	43,0	-7,7
Nolato	32,3	13,0	19,3
Telelogic	29,1	23,7	5,4
Trelleborg	18,6	7,6	11,0
Beijer Electronics	16,1	0,6	15,5
Axfood	10,1	11,2	-1,1
Micronic	9,2	0,2	9,0
ProfilGruppen	7,9	2,9	4,9
LGP Telecom	4,6	-	4,6
SSAB	2,7	0,8	1,9
<b>Summa tio största</b>	<b>166,0</b>	<b>103,0</b>	<b>63,0</b>
<b>Övriga (26 st)</b>	<b>-1,4</b>	<b>9,5</b>	<b>-11,0</b>
Axis	-3,2	-3,6	0,4
Karo Bio	-3,2	-	-3,2
Orc Software	-3,8	-4,0	0,2
Observer	-4,1	-4,1	-
Carnegie	-4,5	-2,7	-1,7
NeoNet	-5,9	-1,8	-4,1
Biacore	-7,1	-9,1	1,9
Besthand	-7,5	-7,5	0
Semcon	-11,7	-	-11,7
Bure Equity	-16,9	-	-16,9
<b>Summa tio minsta</b>	<b>-67,7</b>	<b>-32,7</b>	<b>-35,0</b>
<b>Totalt</b>	<b>96,8</b>	<b>79,8</b>	<b>17,0</b>
<b>SEK per Svolderaktie</b>	<b>7,60</b>	<b>6,20</b>	<b>1,30</b>

Den under föregående verksamhetsår positiva trenden för **Nolatos** omsättning och resultat, före omstruktureringskostnader, fortsatte under slutet av 2003. Detta var dock till stor del redan diskonterat av aktiemarknaden efter en stark kursuppgång de närmast föregående månaderna. Under uppgångsfasen kom Svolders innehav i Nolato att bli väl stort ur ett portföljperspektiv, vilket ledde till successiva aktieförsäljningar och senare till en nedflagging av ägarandelen till 4,9 procent av aktiekapitalet. Nolato förväntas kunna fortsätta att höja resultatet som en följd av flexiblare produktion och högt kapacitetsutnyttjande. Dessutom bör detta kunna leda till stabilare

## NOLATO



vinstmarginaler och en minskad rädsla hos placerarna för vilka resultat effekter som varje modellbyte får. Bolaget har under de senaste två verksamhetsåren givit mycket goda bidrag till Svolders substansvärde, vilket dock skall ses i perspektiv av några svaga år under 2000-talets inledning. Svolders uthållighet och medverkan i nyemissionen 2002 framstår i detta sammanhang som välgrundad.

Under vart och ett av de senaste tre verksamhetsåren har den småländska aluminiumprofilverkaren **Profil-Gruppen** skapat värdetillväxt för Svolders aktieägare. Under senare år har mycket av bolagets aktiviteter koncentrerats på effektiviseringar i produktion, struktur, logistik och ökad förädling. Volym och resultat har därmed stabiliserats och kassaflödet har väsentligen förbättrats. Detta har skapats av en delvis ny företagsledning samt i ett marknadsklimat som ofta präglats av prispress och överutbud. Framtida arbete kommer att inriktas på lönsam tillväxt genom fortsatt specialisering, vidareförädling och ökat kundfokus. Bolagets aktier har blygsam börshandel, vilken under det senaste året dock förbättrats genom ett avtal med en likviditetsgarant.

# PORTFÖLJFÖRÄNDRINGAR 2003/2004

*Svolders aktieportfölj är ingen indexportfölj utan sätts samman utifrån de individuella företagens karakteristika, framtidsmöjligheter och värdering samt på ett övergripande ekonomiskt scenario för Sverige och dess omvärld. Detta framkommer tydligt vid en jämförelse mellan aktieportföljen och CSX.*

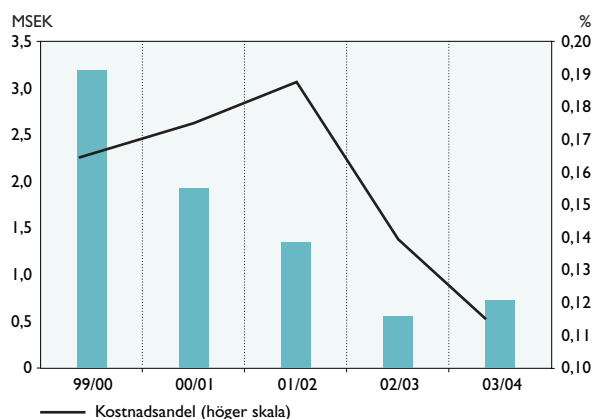
## Portföljsättning och courtage

Under verksamhetsåret har aktier för brutto 330,3 MSEK förvärvats. Aktier för brutto 322,8 MSEK har sålts under motsvarande period. Likvida medel, inklusive aktiehandelns oregrerade likvider med mera, har minskat till 1 MSEK och utgjorde på balansdagen 0,2 procent av bolagets substansvärde. Bolagets checkräkningskredit om 70 MSEK är inte utnyttjad.

Aktieportföljens omsättningshastighet, dvs försäljningar i förhållande till genomsnittligt substansvärde, uppgick under verksamhetsåret till 0,59 (0,40). Vid en börsuppgång ökar omsättningsbarheten, något som underlättar omplaceringar. Minskningen av portföljens andel av likvida medel har likaså påverkat omsättningshastigheten.

Såsom mäklararvode (courtage) har till banker och fondkommissionärer utbetalats 0,7 (0,6) MSEK, vilket motsvarar en kostnad om 0,11 (0,14) procent av årets affärsvolym. I beloppet ingår även faktiskt eller beräknat arvode vid nyintroduktioner, riktade emissioner eller placeringar av större aktieposter till nettopriser. Aktiehandel har bedrivits med 13 (13) svenska och utländska mäklarfirmor. Svolders tre största mäklarkontakter hade tillsammans en andel om 43 (54) procent. All aktiehandel sker på strikt kommersiella villkor, där respektive mäklarfirmas affärsförmåga och analyskompetens tillmäts väl så stor betydelse som det synliga courtaget.

## SVOLDER: COURTAGETREND OCH KOSTNADSANDEL



## Branschexponering

Vid ingången av verksamhetsåret var portföljen överviktad mot sektorerna Industriella varor och tjänster samt Informationsteknologi. På motsvarande sätt var portföljen samtidigt underviktad mot branscherna Hälsovård samt Finans och fastighet. Aktieinnehav saknas på balansdagen i branscherna Energi och kraftförsörjning, Dagligvaror och Telekomoperatörer. Dessa tre senare nämnda branscher är dock små på den svenska småbolagsmarknaden och svarar endast för drygt sex procent av dess samla-

## SVOLDER: BRANSCHFÖRÄNDRINGAR I AKTIEPORTFÖLJEN

Bransch	Andel av portföljen i procent		
	2004-08-31	2003-08-31	Förändring
Energi och kraftförsörjning	-	-	0
Material	8,9	6,3	2,6
Industriella varor och tjänster	27,7	13,9	13,8
– Industrivaror	(22,6)	(8,3)	(14,4)
– Industriella tjänster	(5,1)	(5,6)	(-0,6)
– Transport	(-)	(-)	(0)
Sällanköpsvaror och tjänster	12,1	8,7	3,5
Dagligvaror	-	5,7	-5,7
Hälsovård	6,0	2,0	4,0
Finans och fastighet	3,4	2,5	0,9
Informationsteknologi	41,7	54,0	-12,3
– Programvara och tjänster	(11,6)	(10,0)	(1,6)
– Hårdvara och tillbehör	(30,1)	(44,0)	(-13,9)
Telekomoperatörer	-	-	0
Likvida medel mm	0,2	6,9	-6,7
<b>Totalt</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	

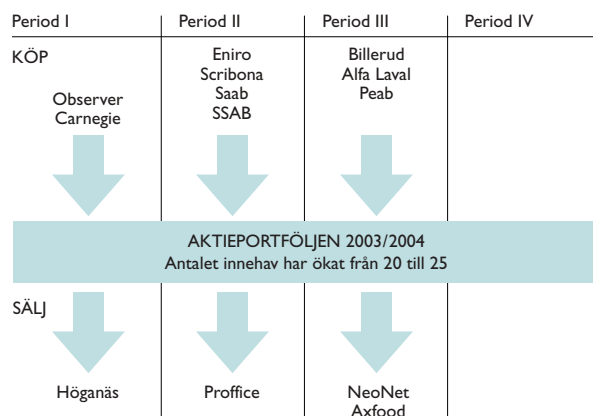
de värde. Svolder har ägt aktier i branschen Dagligvaror (Axfood) under verksamhetsåret.

Det är övervikten i Informationsteknologi samt undervikten inom Finans och fastighet, i praktiken fastighetsaktier, som gör att avvikelserna från jämförelseindex emellanåt blivit stora. Under verksamhetsåret har en betydande del av portföljvärdet kanaliserats till branschen Industriella varor och tjänster samt har uteslutande varit koncentrerad till underbranschen Industrivaror. Den är förorsakad av en nästan lika stor reduktion från aktieinnehav bland Informationsteknologibolag och där uteslutande till hårdvaruföretagen. Som framgått av avsnittet Analys av värdeförändringen har de båda huvudbranscherna Industriella varor och tjänster samt Informationsteknologi bidragit till Svolders substansvärdeuppyggnad.

## Övergripande förvaltningsbeslut

Förändringar av Carnegies branschklassificeringar under verksamhetsåret försvårar konsistenta beskrivningar av de olika branschernas betydelse under perioden. I takt med de inledande sex månadernas goda utveckling för aktier inom typiska tillväxtbranscher som Informationsteknologi, reducerade Svolder ett antal innehav till förmån för framför allt industriaktier, såväl inom varor som tjänster. Orsaken var inte i första hand branschrelaterad utan i stället en fortsättning på den sedan ungefär två år inslagna vägen mot aktier med högre omsättningsbarhet, stabilare affärsmodeller och god utdelningskapacitet.

Mottagna aktieutdelningar har under tolv månadersperioden ökat med 4,0 MSEK till 13,0 MSEK. I fjolårets årsredovisning framhölls att ett obelånat investmentbolag som Svolder bör erhålla aktieutdelningar i sådan utsträckning att bolagets förvaltning inte går med löpande under-



skott. Detta mål har uppfyllts under verksamhetsåret, men målet kommer framöver sannolikt att sättas högre än så.

Den tidigare koncentrationsfasen mot färre aktieinnehav beskrevs som färdig i fjolårets årsredovisning. Antalet innehav har också ökat från 20 till 25 st under verksamhetsåret och följer fastslagen policy om 20–30 portföljbolag. Försäljningar har i största utsträckning skett genom neddragningar i befintliga innehav och inte genom försäljning av hela innehav. Bland förvärvade aktier kan nämnas **Billerud, Peab, Saab, Alfa Laval, SSAB** och **Haldex**. Dessa har alla gjorts utifrån individuella värderingskriterier, men där respektive bolags utdelningsförmåga, storlek och aktielikviditet haft stor betydelse för köpbesluten.

Svolder har även detta verksamhetsår särskilt strävat efter att reducera aktieinnehaven i portföljbolag som är små och som samtidigt har svag utdelningskapacitet. Flertalet av Stockholmsbörsens noterade bolag är förhållandevis små. Dessa har en i flera fall synbart mer attraktiv värdering än motsvarande något större bolag, vilket framstår som motiverat. De centrala kostnaderna för att upprätthålla en marknadsnotering är oproportionellt höga. Erfarenheten under senare år talar också för att likviditeten har ett värde, att tillförlitligheten i större företags framtidskommentarer många gånger varit högre samt att man bland de större bolagen organisatoriskt varit bättre rustade att hantera stora konjunktursvängningar. Svolders affärsidé avseende placeringar i små och medelstora svenska noterade bolag är dock oförändrad.

#### STÖRSTA NETTOKÖP TILL AKTIEPORTFÖLJEN

Aktie	Antal	MSEK	SEK/aktie <sup>1)</sup>
Eniro	460 000	29,7	65,40
Getinge	298 000	24,0	80,70
Observer	792 000	23,7	30,00
Carnegie	290 000	22,8	81,10
Saab	206 500	21,4	103,50
Alfa Laval	200 900	20,7	102,90
Orc Software	249 200	20,2	81,20
SSAB	135 000	17,6	130,10
Scribona	1 255 000	17,5	14,60
Haldex	121 800	11,4	101,70

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

**Eniro** är ledande i Norden inom vägledande media, dvs sökrelaterade tjänster såväl i form av tryckta kataloger

som via telefon eller Internet. Den svenska verksamheten omfattar bland annat Gula Sidorna och nummerupplysningen 118118. I Norden driver Eniro flera av de största lokala söktjänsterna på Internet. Svag annonskonjunktur har lett till minskad försäljning för den traditionella katalogverksamheten. I gengäld växer de Internetbaserade produkterna. Dessa svarade för nära 40 procent av koncernens försäljning under 2003 och väntas öka i betydelse. Rörelsen genererar goda kassaflöden. Samtidigt är bolaget överkapitaliserat. Under våren 2004 har en ny koncernledning tillträtt, vilken på ett annat sätt än den tidigare fokuserar på att bibehålla ledarskapet på hemmamarknaderna, att reducera insatserna på marknader med svag marknadsposition samt att få en väl avvägd kapitalstruktur. Eniro-innehavet har trots detta belastat substansvärdet med 3,0 MSEK eller 0,20 SEK per Svolderaktie.

#### ENIRO



**Observer** är världsledande inom mediabevakning. Tjänsterna omfattar omvärldsbevakning och kommunikationsutvärdering åt företag samt distribution och publicering av affärsinformation. Koncernens viktigaste marknader är USA, Storbritannien och Sverige. Historiskt har marknaderna vuxit med i genomsnitt 10 till 15 procent per år. Observer deltar i branschens konsolidering. Rörelsen genererar goda kassaflöden samtidigt som pågående besparings- och utvecklingsprogram förväntas leda till förbättrade marginaler och förstärkt marknadsledarskap. Tillsammans med en successiv återhämtning på Observers marknader kommer detta att framöver driva vinsttillväxten. Återhämtningen i Europa har dock varit långsammare än förväntat, och särskilt den nordiska verksamheten har brottats med lönsamhetsproblem. Observer har verksamhetsåret 2003/2004 sänkt Svolders substansvärde med 4,1 MSEK, motsvarande 0,30 SEK per Svolderaktie.

Den svenska stålproducenten **SSAB** är ett av få cykliska företag på Stockholmsbörsen som gynnas av svag dollar. Produktionen sker i Sverige, merparten av insatsvarorna prissätts i USD och försäljningen sker till övervägande del i europeiska valutor. I takt med ökad efterfrågan från sydostasiatiska kunder har priserna hos de stora europeiska stålproducenterna kunnat höjas och stålbolagen har kunnat dra nytta av ett högt kapacitetsutnyttjande. De senast presenterade kvartalsresultaten från SSAB har



också väsentligen överträffat marknadens förväntningar och resulterat i kursstegringar, dock inte i så hög utsträckning som Svolder anser befogat och innehavet har utökats under slutet av verksamhetsåret. Substansvärdebidraget blev 0,8 MSEK (knappt 0,10 SEK per Svolderaktie).

**Scribona** är ledande distributör av persondatorer och IT-infrastrukturprodukter på den nordiska marknaden. Koncernen är en viktig samarbetspartner till stora tillverkare som IBM, HP och Cisco. Tack vare bättre volymutveckling, ökade marknadsandelar och interna besparingsprogram lyckades Scribona under 2003 vända till vinst. En successiv återhämtning på IT-marknaden och avtagande prispress förväntades förbättra lönsamheten ytterligare. Bolagets presenterade resultat hittills under 2004 har dock varit en besvikelse och aktien har dessvärre belastat Svolders substansvärde med 2,1 MSEK (0,20 SEK per Svolderaktie).

**Besthand** utgör Svolders enda onoterade aktieinnehav. Bemanningsföretaget bedriver butiksexponering och annan säljstödande verksamhet till leverantörer och detaljister inom detaljhandeln. Efter två år av kraftig expansion har bolaget tvingats anpassa verksamheten till ett nytt svagare marknadsläge. Detta har resulterat i strukturstyrkostnader och försämrat kassaflöde. En nyemission har genomförts under sommaren 2004, vilket föranlett Svolder att på balansdagen skriva ned innehavet till denna teckningskurs. Belastningen på substansvärdet blev 7,5 MSEK, motsvarande 0,60 SEK per Svolderaktie. Bokfört värde inklusive konverteringslån, är därefter 9,4 MSEK och utgör 1,7 procent av Svolders substansvärde.

#### STÖRSTA NETTOFÖRSÄLJNINGAR UR AKTIEPORTFÖLJEN

Aktie	Antal	MSEK	SEK/aktie <sup>1)</sup>
Nolato	1 114 815	56,4	50,60
Axfood	216 700	40,1	176,60
Telelogic	2 140 000	29,3	13,30
Beijer Alma	254 300	21,7	80,80
Micronic	170 000	13,7	72,20
Axis	800 000	12,8	15,80
Proffice	582 000	12,7	21,90
NeoNet	1 820 100	11,5	6,40
Trelleborg	60 000	8,9	137,40
Beijer Electronics	92 400	6,7	69,50

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

Antalet försäljningar av hela innehav ur aktieportföljen har varit få under verksamhetsåret. Störst betydelse för värdetillväxten hade livsmedelskedjan **Axfood**. Under föregående verksamhetsår vidtogs ett antal åtgärder som Svolder bedömde skulle påverka livsmedelskedjan positivt och göra koncernen i princip skuldfri vid utgången av 2004. Aktiemarknaden har under 2003/2004 kommit att dela denna uppfattning i så hög grad att Svolder bedömt att värderingspotentialen har minskat. Trots fortsatta framgångar för lågpriskedjan Willys och stärkta kassaflöden finns också lönsamhetsproblem i Hemköpskedjan och i Axfoods finska verksamhet. Aktien har under sommarmånaderna 2004 gynnats av sitt låga konjunkturberoende relativt cykliska aktier. Axfoodaktien bidrog till att öka

#### AXFOOD



substansvärdet med hela 11,2 MSEK, motsvarande 0,90 SEK per Svolderaktie.

**Micronic** utvecklar och tillverkar laserritare som används av elektronikindustrin för framställning av så kallade fotomasker. Dessa fotomasker används i sin tur i produktionen av halvledarkretsar och platta bildskärmar. De tekniskt avancerade produkterna erbjuder både hög upplösning 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. 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 orderingång och intäkter kan variera kraftigt mellan såväl kvartal som verksamhetsår. Effekten blir att bolagets resultatutveckling är svår att prognostisera. Ett återtagande av en maskin för halvledarmarknaden under februari 2004 sänkte trovärdigheten av ett kommersiellt genombrott och likaså aktiekursen. I fjolårets årsredovisning för Svolder påpekades att de i Micronics aktiekurs inbyggda förväntningarna var höga, varför innehavet mer än halverades under hösten 2003. Härigenom kunde Svolder sammantaget redovisa ett mindre bidrag till substansvärdet från sitt innehav av Micronicaktier.

Hela aktieinnehavet i **NeoNet** såldes under perioden. Bolagets affärsidé att, som oberoende mäklare samt utan egenhandel och analys, erbjuda elektronisk aktiehandel åt professionella aktörer bedöms fortsatt vara attraktiv och framtidsinriktad. Problemen utgörs istället av att andra marknadsaktörer kunnat erbjuda liknande tjänster mer framgångsrikt än NeoNet. Bolaget har därför, trots goda börsbetingelser, inte kunnat uppvisa tillnärmelsevis så goda resultat som konkurrenterna och istället tvingats söka nytt kapital från ägarna. Aktien har under tolv månadersperioden belastat substansvärdet med 1,8 MSEK, motsvarande drygt 0,10 SEK per Svolderaktie.

## AKTIEPORTFÖLJEN 2004-08-31

Bransch/aktie	Antal aktier	Kurs (SEK)	Marknadsvärde (MSEK)	Andel av substansvärde %	Summa substansvärde %	Branschvikt i CSX %	Ack. värdeförändring %	Bruttoexponering (SEK) <sup>1)</sup>	Andel av bolagets kapital %	Andel av bolagets röster %
<b>Energi och kraftförsörjning</b>					-	2,0	-			
<b>Material</b>					8,9	13,0	0,8			
ProfilGruppen	431 200	59,75	25,8	4,5				2,00	7,5	3,4
SSAB A	135 000	131,50	17,8	3,1				1,40	0,1	0,2
Billerud	60 000	116,50	7,0	1,2				0,50	0,1	0,1
<b>Industrivaror</b>					22,6	17,0	9,2			
Beijer Alma	520 000	109,50	56,9	10,0				4,40	5,7	2,7
Saab	206 500	106,00	21,9	3,9				1,70	0,2	0,1
Alfa Laval	200 900	106,00	21,3	3,8				1,70	0,2	0,2
Haldex	200 000	104,00	20,8	3,7				1,60	0,9	0,9
Peab	150 000	49,60	7,4	1,3				0,60	0,2	0,1
<b>Industriella tjänster</b>					5,1	3,1	-2,3			
Observer	792 000	24,40	19,3	3,4				1,50	1,1	1,1
Besthand, inkl. konv. lån	8 172 270	1,15	9,4	1,7				0,70	17,9 <sup>2)</sup>	17,9 <sup>2)</sup>
<b>Transport</b>					-	2,9	-			
<b>Sällanköpsvaror och tjänster</b>					12,1	13,3	0,9			
Trelleborg	380 000	112,50	42,8	7,5				3,30	0,4	0,2
Eniro	460 000	56,75	26,1	4,6				2,00	0,3	0,3
<b>Dagligvaror</b>					-	3,7	2,1			
<b>Hälsovård</b>					6,0	9,1	-1,5			
Getinge	298 000	83,25	24,8	4,4				1,90	0,1	0,1
Biacore	101 000	89,25	9,0	1,6				0,70	1,0	1,0
<b>Finans och fastighet</b>					3,4	27,0	-0,9			
Carnegie	290 000	66,50	19,3	3,4				1,50	0,4	0,4
<b>Programvara och tjänster</b>					11,6	5,2	3,5			
Telelogic	2 400 000	12,60	30,2	5,3				2,40	1,1	1,1
Orc Software	300 000	63,75	19,1	3,4				1,50	2,0	2,0
AcandoFrontec	3 072 000	5,35	16,4	2,9				1,30	5,5	3,9
<b>Hårdvara och tillbehör</b>					30,1	3,1	3,2			
Beijer Electronics	744 600	66,50	49,5	8,7				3,90	12,0	12,0
XPonCard	291 800	133,00	38,8	6,8				3,00	9,9	9,9
Nolato	650 000	48,30	31,4	5,5				2,50	2,5	1,3
Scribona B	1 255 000	12,30	15,4	2,7				1,20	2,5	2,0
Micronic	260 000	53,00	13,8	2,4				1,10	0,7	0,7
Axis	1 000 000	12,60	12,6	2,2				1,00	1,5	1,5
SwitchCore	3 300 000	2,85	9,4	1,7				0,70	1,9	1,9
<b>Telekomoperatörer</b>					-	0,6	-			
<b>Likvida medel mm</b>			1,0	0,2	0,2	-	0,1	0,10		
<b>Totalt/substansvärde</b>			<b>567,3</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>15,2</b>	<b>44,30</b>		
<b>Värdeförändring efter förvaltningskostnader, 12 mån. (exkl. betald utdelning)</b>							<b>12,8</b>			

<sup>1)</sup> Marknadsvärde per Svolderaktie.

<sup>2)</sup> Vid full konvertering kommer andelen att uppgå till 21,9 procent.

I tabellen kan exempelvis utläsas följande information. Svolders största innehav är Beijer Alma med ett marknadsvärde på 56,9 MSEK, motsvarande 10,0 procent av substansvärdet. Beijer Alma är ett bolag inom branschen Industrivaror, som tillsammans med övriga företag inom branschen svarar för 22,6 procent av Svolders substansvärde. Motsvarande vikt för branschen Industrivaror i CSX är totalt 17,0 procent. Portföljen är sålunda överviktad mot bolag inom Industrivaror jämfört med CSX. Av Svolders substansvärdeförändring under verksamhetsåret 2003/2004 svarade aktierna inom branschen för 9,2 procentenheter.

# 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 givit Rickard Werneker, kvantanalytiker vid MarketMath Europe AB, och kvantanalytiker Mikael Raab i uppdrag att göra en analys över såväl substansvärdets som börskursens risk jämfört med Carnegie Small Cap Index (CSX) under verksamhetsåret 2003/2004.*

## Sammanfattning

Svolders portfölj och CSX uppvisar båda en betydligt bättre avkastning i absoluta tal jämfört med de senaste åren. Volatiliteten för Svolders portfölj, som de senaste två åren har varit högre jämfört med tidigare år har åter sjunkit till en lägre nivå. Även volatiliteten för CSX har minskat kraftigt jämfört med tidigare år.

Svolderaktien har haft en högre avkastning än substansvärdet. Förklaringen är att den så kallade substansvärdesrabatten, skillnaden mellan aktiens pris och dess substansvärde, har minskat under året. Svolders portfölj har precis som tidigare år en mycket hög samvariation med CSX.

Genom konstruktionen av en effektiv front fås ett mått på hur nära en teoretiskt optimal portfölj Svolder ligger. En sådan analys visar att Svolders portfölj detta verksamhetsår haft en högre risk (volatilitet) än jämförelseindexet CSX. Svolder har dock med den ökade risken inte åstadkommit någon överavkastning jämfört med CSX.

## Avkastning

Svolders portfölj har under verksamhetsåret haft en positiv avkastning på 7,4 procent utöver utdelningen på 6,2 procent. Detta ska jämföras med CSX, som under samma period avkastade 16,4 procent och hade en uppskattad snittutdelning på ca 2,0 procent. Svolders portfölj har utdelningsjusterat sålunda gått sämre än CSX.

### AVKASTNING

	Avkastning	Utdelning	Totalt
Substansvärdet	7,4%	6,2%	13,6%
Svolderaktien	15,0%	7,1%	22,1%
CSX	16,4%	2,0%	18,4%

Svolderaktien har under samma period avkastat 15,0 procent och haft en utdelning på 7,1 procent. Aktien har under perioden gått bättre än den underliggande portföljen. Förklaringen till skillnaden är att den så kallade substansvärdesrabatten har gått till att under året bli en premie.

## Korrelation

Samvariationen (korrelationen) mellan Svolderaktien och substansvärdet har minskat något sedan föregående år och är nu 0,39. En förklaring till den låga korrelationen mellan Svolderaktien och substansvärdet är den kraftiga variationen i substansvärdesrabatten under året. Korrelationen mellan substansvärdet och CSX har minskat från föregående år och är nu 0,88. Under de senaste sju åren har korrelationen mellan substansvärdet och CSX varierat mellan 0,73 och 0,93. Svolders portfölj har med andra ord en hög och stabil samvariation med CSX.

### KORRELATION

	Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
Substansvärdet	1,00		
Svolderaktien	0,39	1,00	
CSX	0,88	0,36	1,00

### VOLATILITET

Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
17,3%	21,5%	11,2%

Volatiliteten har detta verksamhetsår minskat för substansvärdet, Svolderaktien och CSX. För substansvärdet är den nu åter i paritet med den historiska nivån kring 20 procent. Volatiliteten för CSX har minskat markant från att tidigare ha legat kring drygt 20 procent till 11,2 procent detta verksamhetsår. Även volatiliteten för Svolderaktien har minskat betydligt jämfört med tidigare år.

## Sharpekvot

Sharpekvoten är ett riskjusterat avkastningsmått där ett högt värde anger en hög avkastning i förhållande till risknivån (volatiliteten). Att värdet är högre för CSX än för Svolders portfölj visar att Svolder i år inte lyckats förvalta portföljen bättre än genomsnittet på marknaden representerat av CSX. Att Svolderaktien har en högre Sharpekvot än substansvärdet beror väsentligen på den förändrade substansvärdesrabatten.

### SHARPEKVOT

Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
0,67	0,94	1,47

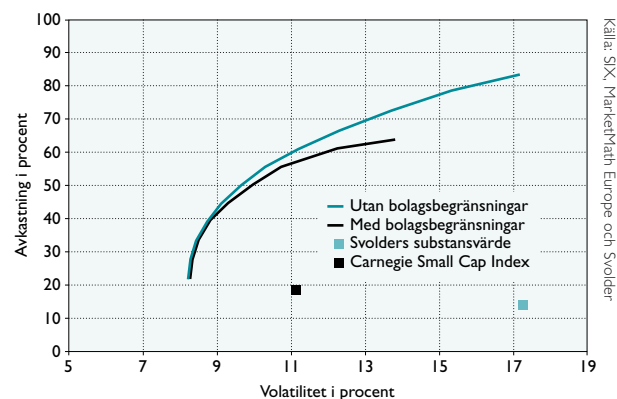
## Analys av effektiva fronten

Den effektiva fronten för en portfölj anger gränsen för de möjliga kombinationer av avkastning och risk 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 risknivå ger effektiva fronten den högsta möjliga avkastning som kan uppnås med de ingående bolagen.

Om inga begränsningar sätts på de ingående aktiernas andelar i portföljen kommer utseendet på fronten att bli en 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



Källa: SIX MarketWatch Europe och Svolder

Effektiv front för Svolders portfölj. Bolagsbegränsningarna innebär att ingen enskild aktie får utgöra mer än 15 procent av portföljen samt maximalt 15 procent av ett bolag får innehas.

Analysen av Svolders aktieportfölj har skett i två steg. Initialt har positivitetskrav (ingen blankning) satts på de enskilda aktierna. Effektiva fronten utgörs då av den vänstra kurvan i figuren. Stor avkastning med hög risk uppnås genom att endast få enskilda bolag står för en stor del av portföljen. Detta ger en dålig riskspridning och strider mot Svolders regler att maximalt 15 procent av innehavet får placeras i ett enskilt bolag. Lägre avkastning, men också lägre risk, kan skapas genom jämnare spridning i flera bolag. Begränsningar sätts på de alltför små bolagen.

Som ett andra steg i analysen införs därför den ovan nämnda restriktionen att de enskilda bolagen maximalt får stå för 15 procent av Svolders portfölj. Dessutom sätts begränsningen att Svolders innehav i ett enskilt bolag

maximalt får uppgå till 15 procent av bolagets börsvärde, även detta i enlighet med de placeringsregler Svolder följer. Resultatet blir den högra kurvan i figuren. Denna kurva ger en mer realistisk bild av möjliga avkastnings- och volatilitetsnivåer, och bör därför vara lämpligast att använda vid en bedömning av Svolders portfölj.

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

Den slutsats man kan dra av figuren ovan är att både Svolders portfölj och CSX har haft en positiv avkastning. Svolder har dock trots ökad risk inte lyckats åstadkomma någon överavkastning jämfört med CSX. Av figuren framgår också att vid en avkastning kring 15–20 procent kan risken mätt i form av portföljens volatilitet teoretiskt ligga under 10 procent. I praktiken är det mycket svårt att hamna på den teoretiskt bästa portföljen. Men eftersom volatiliteten för Svolders portfölj är högre än CSX, så innebär det att de aktiva portföljexponeringar som gjorts inte bidragit till någon överavkastning. Ett alternativ till att söka hitta bolag som överavkastar är att försöka utforma portföljen så att man minskar den totala volatiliteten med bibehållen avkastning, och därmed skapar en portfölj närmare den effektiva fronten.

## SVOLDERS KOMMENTAR

Procentsatserna för substans- och börsvärdeutveckling skiljer sig i detta avsnitt något från de värden som presenterats i andra avsnitt i årsredovisningen. Orsaken är hur utdelningen behandlas. I denna analys har utdelningen antagits bestämd vid verksamhetsårets ingång och dragits av mot ingående bas av substans- respektive börsvärde. Vid positiv värdeförändring ger metoden ett högre värde, vid negativ ett lägre än i övriga analyser.

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 en sådan riskanalys. Svolders placeringsuniversum omfattar även gruppen medelstora bolag, med marknadsvärden upp till 20 miljarder SEK, vilka tidigare inte ingått i CSX. En aktieportfölj i små och medelstora bolag kan inte omsättas så snabbt, varför önskad anpassning av portföljen till något större bolag tar tid. Ett onoterat innehav samt de rörliga indexgränserna för CSX leder också till vissa uppföljningsproblem. Detta sägs inte för att försvara ett otillfredsställande utfall, utan som en förklaring till att CSX som jämförelseindex inte alltid är tillämpligt för Svolder.

Riskanalys har genomförts de senaste åtta åren. Under de tre senaste åren 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.

Under det senaste året har särskilt övervikten av industri- och informationsteknologirelaterade aktier samt undervikten av finansaktier höjt portföljrisken. Detta har varit en medveten strategi, även om den detta verksamhetsår förmodligen inte bidragit till ökad avkastning till följd av urvalet av finansaktier.

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 till följd av urvalet av finansaktiviteter.

Substansvärdet fortsätter att ha hög samvariation med CSX, högre än förväntat utifrån de kalkylerade portföljrisken som tagits och CSX nya uppbyggnad. Detta bekräftar att CSX fortsatt är ett relevant jämförelseindex.

Korrelationen mellan aktiekurs och substansvärde är fortsatt mycket låg. Det kan tyckas förvånande då mycket av Svolders externa redovisningsinformation särskilt belyser substansvärdets utveckling, dvs det mått som företaget bedömer bäst beskriver den underliggande värdeförändringen.

# PORTFÖLJINRIKTNING 2004/2005

## INTERNATIONELLA FÖRHÅLLANDEN

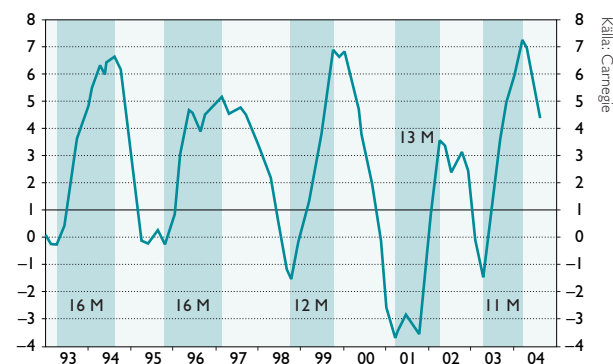
De anglosaxiska ländernas betydelse för finansmarknaderna är stort – byggt på kapitalmarknadstraditioner, framstående utbildningscentra, ständig produktutveckling och inte minst betydande kapitalresurser. Världens ekonomier är mycket beroende av tillståndet i den amerikanska ekonomin. Detta beroende håller dock successivt på att minska i takt med att många utvecklingsländer i till exempel Asien och Östeuropa har, och förväntas fortsätta ha, en snabbare ekonomisk tillväxt än västvärlden. Flerparten av dessa tillväxtländer är inte helt öppna ekonomier och den finansiella statistiken är ofta bristfällig. Inte desto mindre har den ökande andelen produktion som förläggs till lågkostnadsländer medfört att den globala inflationen har kunnat hållas på en historiskt sett låg nivå, trots kraftigt stigande råvarupriser och högre kapacitetsutnyttjande. Ur ett globalt perspektiv skapas ökad köpkraft i utvecklingsländer och konsumenter i västvärlden drar nytta av låga priser, dock på bekostnad av inledningsvis lägre sysselsättning.

### Bredare, men lugnare, global tillväxt förväntas

De tecken på ökad ekonomisk aktivitet som syntes vid halvårsskiftet 2003 har materialiserats och den globala BNP-tillväxten för 2004 väntas bli den högsta på närmare 30 år. Uppgången har varit relativt bred med främst USA och Kina som draglok. Största positiva överraskningen har Japan svarat för, medan Europa släpat efter.

En period med mycket expansiv penning- och finanspolitik i USA bidrog till konjunkturåterhämtningen. Denna politik går mot sitt slut, vilket bland annat syns i höjda styrräntor från centralbanken. Höjningarna har kommit från historiskt mycket låga nivåer. Även i andra viktiga ekonomier syns tecken på viss åtstramning. Global penningpolitik kommer att bli mindre expansiv, även om inflationstrycket fortfarande är modest. Det är rimligt att anta att de globala korta och långa räntorna stiger något under kommande år.

### OECD: ÅRLIG FÖRÄNDRING LEDANDE INDIKATORER (%)



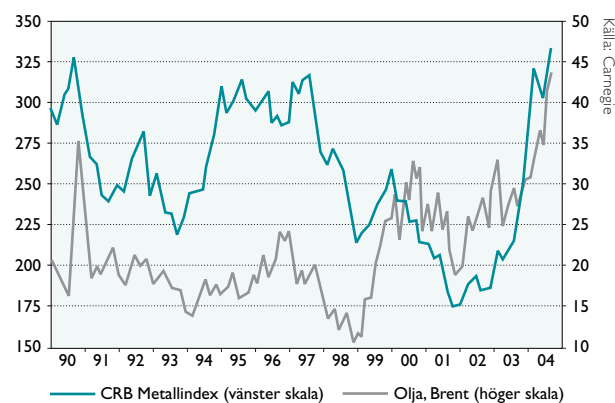
Förutsättningarna inför 2005 ser fortsatt bra ut, även om den förväntade BNP-tillväxten sjunkit något. Den globala tillväxten väntas nu bli under 4 procent 2005 jämfört med drygt 4 procent 2004. Investeringskon-

junktoren har tagit fart i många stora centrala ekonomier, vilket är positivt då det kan balansera utvecklingen av den privata konsumtionen. I de länder där uppgången inleddes tidigt, till exempel USA, Storbritannien och delar av Asien, har tillväxten kulminerat. Å andra sidan väntas tillväxten i andra länder successivt förbättras. Den globala återhämtningen blir därmed något lugnare, samtidigt som den breddas geografiskt. Ett varaktigt högt oljepris, i kombination med finans- och penningpolitisk åtstramning gör att det emellertid inte går att bortse från risken att tillväxtförväntningarna kan komma att justeras ned framöver.

### Kapitalflöden och vinstförväntningar

Under åren med fallande börskurser och företagsresultat blev allt fler aktörer på aktiemarknaderna försiktiga och riskovilliga. Detta gällde alla, från företagsledning och styrelser till ägare och analytiker. Försiktigheten hos företagsrepresentanter bottnade bland annat i att de samtidigt genomförde stora rationaliseringar och personalnedskärningar. Uttalanden om framtiden och resultatprognoser försågs gärna med extra marginal för oförutsedda händelser. Resultaten kom därmed efter en period att börja överraska positivt, vilket följdes av höjda vinstprognoser från analytiker. Fortfarande bedöms många aktörer vara väl försiktiga, varför de positiva överraskningarna kan fortsätta.

### RÅMATERIALPRISER I USD



Det är ovanligt att tre stora tillgångsslag diskonterar helt olika utveckling. Under 2003 och 2004 har råvarumarknaderna intecknat en mycket ljus konjunktur, med kraftigt stigande priser på många råvaror. Samtidigt har obligationsräntorna sjunkit beroende på förväntningar om låg inflation och svagare ekonomisk tillväxt. Mitt emellan dessa ytterligheter finns aktiemarknaden som ibland oroats av de höga råvarupriserna och ibland för risken för svagare konjunktur. Att vinsterna stiger har periodvis inte haft lika stor betydelse. Vilken av marknaderna som får rätt är svårt att säga, men oavsett utgången kan kapitalflödena och tillgångspriserna påverkas betydligt när flertalet aktörer anpassar sig och agerar samtidigt.

## Två hot dominerar

Det finns framför allt två stora hot mot en positiv utveckling av världskonjunkturen och finansmarknaderna. Först det höga oljepriset som kan komma att dämpa konjunkturen och skapa inflation om det etablerar sig på nivåer runt 50 USD per fat. Det andra hotet är de globala sparandebalanserna; i synnerhet USAs stora bytesbalansunderskott och motsvarande överskott i andra delar av världen samt underskottet i USAs offentliga finanser. Frågan är inte om, utan snarare när och hur, det amerikanska bytesbalansunderskottet kommer att justeras. Risken finns att det blir via en kraftig påverkan på olika valutor. Dollarn skulle i ett sådant scenario försvagas ytterligare, vilket skulle leda till en inbromsning i den amerikanska ekonomin med följd effekter i resten av världen. En fortsatt dollarförsvagning kan inte uteslutas.

## SVENSK EKONOMI

Sveriges BNP-tillväxt har överraskat de flesta bedömare positivt under 2004. Hittills har det främst varit exporten som drivit på tillväxten, framför allt tack vare en stark utveckling för motorfordons- och telekommunikationsindustrin. Produktiviteten i industrin har varit stark, vilket bland annat inneburit att antalet sysselsatta inte ökat samtidigt som volymerna stigit. Den något lägre förväntade internationella tillväxten kommer att innebära en viss avmattning i exporttillväxten. Hushållens konsumtion samt såväl privata som offentliga investeringar växer dock allt starkare framöver. Fortsatt låga räntor är en viktig förutsättning för detta scenario.

De svenska statsfinanserna är bra jämfört med många länder i EU-området. Detta tillsammans med en stark bytesbalans talar för att den svenska kronan skall kunna förstärkas, vilket skulle innebära minskad inflationsrisk och därmed mindre tryck uppåt på korta respektive långa räntor.

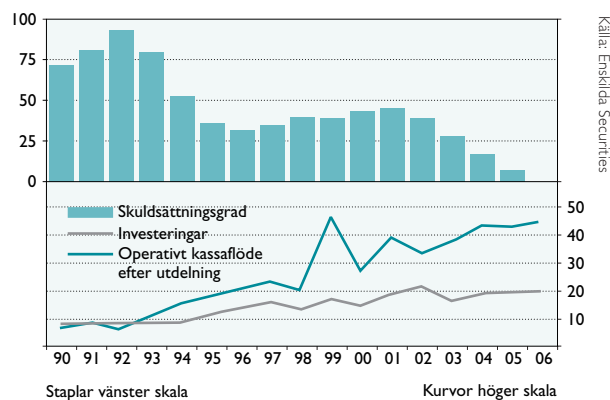
## KAPITALFLÖDEN

I takt med stabilare och höjda börskurser har förtroendet för aktiemarknaden till viss del återkommit bland placeraarna. Kapitalflödena till aktiefonder har varit positiva under en längre tid. Under sommaren 2004 har dock flödena till aktiefonder varit balanserade.

Normalt sett långsiktiga aktieägare som försäkringsbolag har varit nettosäljare av svenska aktier under en längre tid, till förmån för utländska aktier. Andelen svenska aktier i försäkringsbolagens aktieportföljer minskar inte längre, vilket innebär att den negativa inverkan på Stockholmsbörsen avtar. Hur hedgefonder och andra aktörer med fria placeringsregler ska agera är ovisst. Vanligen uppskattar dessa aktörer tydliga trender att handla på, vilket förstärker upp- respektive nedgångar.

Företagens fokusering på positiva kassaflöden under flera år har inneburit att balansräkningarna som regel är mycket starka. Aktieägarna har fått ta del av detta genom höjda utdelningar, inlösenprogram och aktieåterköp. Därmed har stora mängder kapital slussats tillbaka till ägarerna. Eftersom resultaten och kassaflödena väntas stiga finns potential för höjda utdelningar även de kommande åren.

## NORDEN: FÖRETAGENS FINANSIELLA STÄLLNING



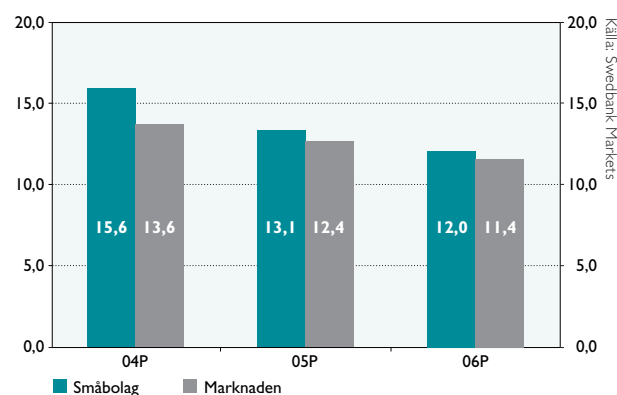
Uttalanden i media från investmentbanker och Stockholmsbörsen tyder på att det finns en rad företag som är intresserade av att börsnoteras. Flera av de senaste nyintroduktionerna har presenterat negativa överraskningar kort tid efter notering, varför inställningen bland aktiemarknadens aktörer är avvaktande till nya bolag. Detta gäller främst om säljaren är ett riskkapitalbolag. Osäkerhet om framtida skatteregler och ständigt ökade krav på noterade bolag gör att vissa ägarkategorier sannolikt överväger en extra gång innan notering.

Antalet företagsuppköp har ökat. Fortfarande är det dock förvånande att det inte har skett fler transaktioner med tanke på bolagens starka finansiella ställningar och de låga finansieringskostnaderna. Signalvärdet vore stort om balansräkningar aktiverades via uppköp av noterade bolag istället för till exempel återköp av egna aktier.

## VÄRDERING

Svenska bolag utvecklas relativt sett bäst när världsekonomin är stark. Detta är naturligt i en öppen ekonomi med betydande utrikeshandel. Stort fokus har riktats mot utflyttningen av arbetstillfällen till lägkostnadsländer. Ur ett ägarperspektiv är det oftast ingen nackdel, eftersom utflyttningen förbättrar den relativa konkurrenskraften, skapar möjligheter till försäljning på nya geografiska marknader och vanligen ökar lönsamheten. Denna trend kan till och med vara positiv för västvärlden, då inflationstrycket minskar och världens tillväxt blir mer jämt fördelad.

## P/E-TAL STOCKHOLMSBÖRSEN



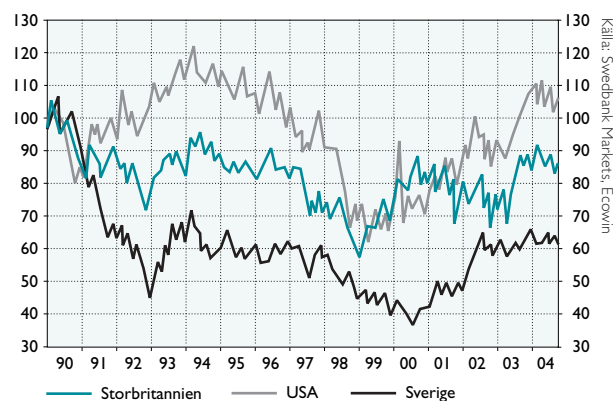
Svolders uppfattning är att den svenska börsen är attraktivt värderad.

#### SVERIGE: VINSTAVKASTNING/OBLIGATIONSÄNTA



I takt med tydligare signaler om en bättre konjunktur och stigande vinster har aktiekurserna stigit, medan obligationsräntorna sjunkit på förväntningar om fortsatt låg inflation. Resultatprognoserna har justerats upp i ungefär samma takt som börskurserna. Den absoluta värderingen är därmed oförändrad. 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 till aktiers fördel. Den positiva börstrend som etablerades 2003 bedöms kunna bestå under åtminstone större delen av innevarande verksamhetsår. Den låga värderingen, gynnsamma kapitalflöden och stigande vinster talar särskilt för denna utveckling.

#### SMÅBOLAGS- RELATIVT STORBOLAGSINDEX

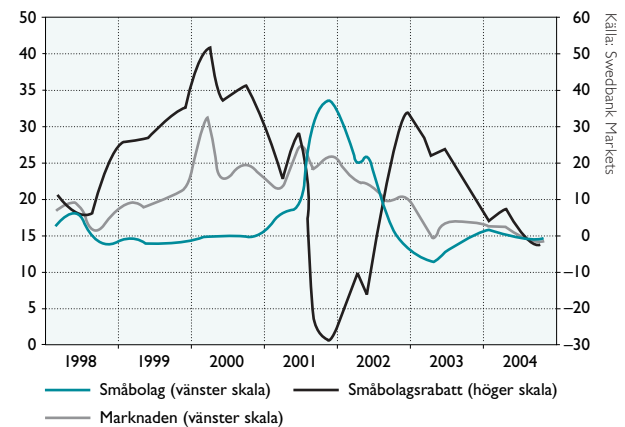


Vid jämförelser mellan den relativa kursutvecklingen för små och stora bolags aktier i USA, Storbritannien och Sverige framträder sedan nittioalets början några längre utvecklingstrender. Den amerikanska utvecklingen har dessutom en tendens att föregå de europeiska trenderna, något som brukar gälla även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

Under inledningen av nittioalet gick främst de svenska småbolagens 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 obligationskapital till likvida aktier. Internationaliseringen av aktiemarknaderna tilltog liksom förvärvsakтивiteten bland stora bolag. Under inledningen av 2000-talet var utvecklingen däremot den motsatta. Den senaste tiden har de båda kategoriernas utveckling emellertid varit likvärdig.

#### STOCKHOLMSBÖRSEN: P/E-TAL OCH SMÅBOLAGSRABATT



Framöver bedöms aktier i de större bolagen få bäst avkastning, eftersom värderingsskillnaden mellan stora och små bolag, i varje fall på den svenska aktiemarknaden, blivit mer utjämnad. Samtidigt förväntas obligationstillgångar under kommande år i allt större utsträckning allokeras till aktiemarknaden. På samma gång finns det flera bolag inom småbolagssegmentet som har attraktiv värdering och sparsam bevakning från analytiker och placerare. Bland de mindre och medelstora bolagen är sannolikheten dessutom störst för offentliga uppköp. Svolders utökade placeringsinriktning, omfattande företag upp till ca 20 miljarder SEK, gör att möjligheterna finns att investera i medelstora företag. Denna kategori av bolag kan även attrahera större kapitalplacerare och blir därmed fortsatt intressant som placeringsalternativ.

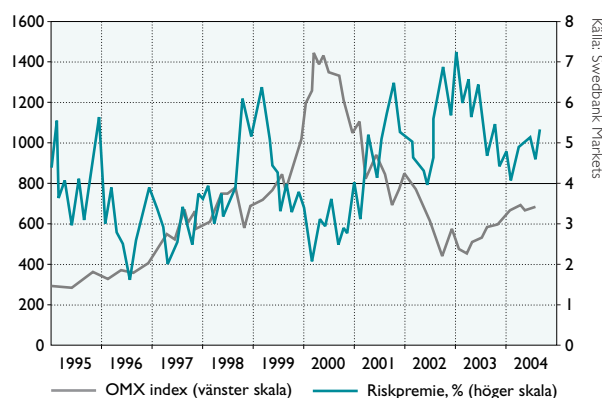
#### ÖVERGRIPANDE INRIKTNING

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 förändrad framtida utdelningspolicy.

Det finns olika sätt att bedöma den möjliga framtida utdelningstillväxten. Ett företags lönsamhet, kassaflöde, omsättningstillväxt och finansiella ställning är härvid centrala begrepp. 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 räntnivåer för penning- och obligationsmarknadsinstrument den viktigaste referenspunkten, men även den risk som placeringarna förknippar med aktuell aktieinvestering. Denna så kallade riskpremie tenderar att öka i tider av osäkerhet om konjunkturutvecklingen. Riskpremien påverkas också av bolagsspecifika faktorer som konjunkturkänslighet, finansiell styrka samt förmågan att etablera stabila affärsmodeller.

#### STOCKHOLMSBÖRSEN: INDEX OCH RISKPREMIE



Det är viktigt för varje placerare 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 företag 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.

#### FÖRETAGSPREFERENSER

Generellt sett prioriteras företag med stigande vinster, positiva kassaflöden och sunda finanser. Den allt större fokuseringen mot bolag med vilja och kapacitet till utdelning väntas bestå. Begreppet "kvalitet" innefattande marknadsledarskap, framstående internationella kunder, kritisk storlek, förmåga att etablera lönsamma affärsmodeller samt beprövad organisation är centralt vid Svolders aktieurval. Koncentrationen av aktieportföljen är genomförd. Antalet innehav är i mitten av det uppsatta intervallet om 20–30 innehav. Inriktningen mot företag med något större börsvärden och utdelningskapacitet kommer troligen att bestå.

#### Stabila avkastningskrav

Svolder bedömer att räntnivåerna kommer att stiga under verksamhetsåret, om än inte i någon dramatisk takt.

Höjda räntnivåer bedöms kompenseras av något sänkt riskpremie för aktieplaceringar, varför avkastningskravet inte förväntas ändras nämnvärt.

Skillnaden i uppbyggnaden av avkastningskraven tenderar dock att missgynna typiskt räntekänsliga företag som fastigheter, bygg, läkemedel och konsumentvaror samtidigt som de företag som kan uppvisa vinstförbättringar i en förbättrad industrikonjunktur gynnas. Den senare gruppen innehåller råvaru-, industri- och tjänsteföretag i bred mening, men omfattar i synnerhet bolag med höga bruttomarginaler, genomförda kostnadsrationaliseringsprogram och som gynnas av ökande industriinvesteringar.

#### Branschtrender

I tidigare avsnitt av årsredovisningen har det refererats till olika branscher i CSX. Bolagen inom branscherna är i vissa fall mycket heterogena, varför den kommande genomgången mer beskriver inriktningen och vilken typ av företag som söks eller undviks, snarare än vilken bransch i CSX som eftersträvas eller underviktas. Bolagsurvalen kommenteras utifrån indelningen export-/inhemskt beroende företag, tillväxt-/förhoppningsbolag samt varu-/tjänstproducerande bolag. Denna indelning görs för att få en tydligare koppling till den övergripande makroekonomiska bedömningen. Det bör dock påpekas att bolagsurvalen även styrs av bolagsspecifika egenskaper som inte alltid helt överensstämmer med makrobedömningen. En sådan viktig faktor är vilka förväntningar som finns inbyggda i den aktuella börskursen.

De exportberoende företagen har haft en mycket bra resultatutveckling tack vare bland annat den starka världsekonomin. En dämpande faktor har varit dollarförsvagningen. Till denna kategori företag hör till exempel industri-, telekom-, läkemedels- samt vissa IT-företag. Många av dessa bolag är vana vid att anpassa sina kostnader efter variationer i efterfrågan. Vid de stigande volymer som väntas kommer företagen att ytterligare kunna höja resultatet. En fallande dollar utgör dock ett hot mot denna trend. Orderingången har ökat i flertalet fall och fortfarande syns positiva effekter av de senaste årens rationaliseringar. Konkurrenskraften bedöms fortsatt som relativt god, trots förväntningar om en förstärkning av svenska kronan.

Osäkerheten består främst av de stigande råmaterialprisernas påverkan på marginalerna. Svårigheten för vissa av bolagen är att deras position i värdekedjan har försvagats. De utsätts för högre insatsvarupriser som inte till fullo kan kompenseras genom prishöjningar i kundledet. Det är för tillfället generellt sett en stor fördel att vara tidigt i värdekedjan, eftersom det blir allt svårare att höja priserna ju närmare slutkonsumenten man kommer. Detta är ett förändrat beteende, då det tidigare har hävdats att det varit en avgörande fördel att äga varumärken och vara nära slutkunden. I en allt mer globaliserad värld tycks varumärken ha tappat viss konkurrenskraft. Inom till exempel dagligvarubranschen tar egna märkesvaror en allt större andel av försäljningen.

I takt med minskad osäkerhet om konjunkturutvecklingen kommer aktier i allmänhet att kunna utvecklas väl.



Det finns utifrån Svolders förväntade normalårsvinster lågt värderade företag inom till exempel traditionell verkstadsindustri och telekomrelaterad verksamhet. Svolder har flera sådana aktieinnehav i sin portfölj och bedömer att dessa kommer att ytterligare kunna förbättra sina resultat under 2005.

SVERIGE: PRODUCENT- OCH KONSUMENTPRISER



Företag som producerar olika typer av råvaror och insatsvaror, exempelvis olja, olika mineraler och stål, har gyllene tider för tillfället. De höga råvarupriserna medför att resultaten ökar kraftigt för dessa bolag. Aviserade prishöjningar har hittills fått fullt genomslag. Denna kategori av företag har stärkt sin position i värdekedjan betydligt. Det är däremot svårt att prognostisera den framtida resultatutvecklingen, då bolagen till stor del är beroende av faktorer som ligger utanför deras egen kontroll. Stora svängningar i olika råvaror gör att resultaten påverkas mycket såväl uppåt som nedåt. Dagens värdering diskonterar inte fullt ut att de höga råvarupriserna blir bestående. Riskpremien bör vara relativt hög då dessa bolag vanligen uppvisar stora resultatvägningar och i flera fall inte lämnar någon utdelning.

De svenska hushållens disponibla inkomster förväntas öka under 2005 till följd av en mer expansiv finanspolitik. Egnahemspriser och börskurser har stigit, vilket inneburit att hushållens förmögenhet ökat. Samtidigt har utlåningen stigit. Hushållen är positiva till framtiden, vilket torde kunna innebära ökad privatkonsumtion. Selektiva val bland företag som är inriktade mot inhemsk ekonomi kan därför vara aktuella.

Den största kategorin bland dessa företag är fastighetsbolagen. Utifrån analysen om högre räntor, betydande vakanser i flera regioner och svag hyresutveckling anses inte denna kategori bolag vara särskilt intressant. 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 bolag är dock vanligen hög direktavkastning och god utdelningskapacitet.

Andra typer av bolag som är inriktade mot inhemsk ekonomi bedöms vara av större intresse, som till exempel byggbolag, investmentbanker, vissa konsumentinriktade företag samt importerande företag med försäljning i Sverige.

Ordet tillväxtföretag är värdeladdat. Från att under nittio-talets senare del ha varit glorifierat, har benämningen under 2000-talet ofta varit synonymt med svulstiga framtidsvisioner och kapitalförstöring. 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 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. Företag inriktade mot 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, framför allt inom bioteknologi, har vanligtvis för högt inslag av spekulation för att passa in i Svolders aktieportfölj.

Bolag som är inriktade mot medicinsk teknik utgör däremot ett intressant placeringsområde. Flera av de medicintekniska bolagen säljer etablerade produkter via egna globala försäljningsorganisationer. Produktprogrammen är ofta förhållandevis smala och företagen växer vanligen under god lönsamhet med stabila finanser. Eftersom börsvärderingarna är rimliga finns fortsatt förutsättningar för god kursutveckling och branschkonsolidering.

IT- och telekomsektorerna drabbades hårt av börsnedgången, men har det senaste året i flertalet fall återhämtat sig i takt med ökad efterfrågan. Detta gäller i första hand för de företag som varit inriktade mot telekomsektorn. Genomslaget på marginaler och resultat har vanligtvis varit kraftigt, vilket inneburit stigande börskurser. Även bland IT-företagen har efterfrågan generellt sett förbättrats. Här är dock variationerna mellan olika bolag och delbranscher betydande. Behovet av selektivitet i analys och förvaltningsarbete kan därför inte överbetonas. Riskpremierna har kunnat sänkas i värderingen av många bolag då de visat att affärsmodellerna fungerar samt att resultat och kassaflöden har förbättrats. Trots att börskurserna i vissa fall stigit markant finns det fortfarande intressanta placeringsmöjligheter bland såväl IT- som telekomföretagen. Utdelningskapaciteten är dock låg bland många branschföretag.

I den kraftiga börsnedgången som inledde 2000-talet var det många tjänstproducerande företag som utvecklades särskilt dåligt. Anpassningen till den nya lägre efterfrågan startade ofta för sent och var som regel inte tillräckligt

kraftfull. Företagsledningarna och styrelser hoppades i flera fall att marknadsbetingelserna skulle förbättras och att de skulle slippa vidta obehagliga åtgärder. Många företag har istället tvingats genomföra radikala nedskärningar och omstruktureringar. Därutöver har en rad nyemissioner skett. Det finns i nuläget flera positiva faktorer som talar för de tjänsteproducerande företagen. För det första påverkas de inte av högre råmaterialpriser. För det andra är de ofta sencykliska. För det tredje har värderingen kommit ned till rimliga nivåer, men frågan är hur intressanta bolagen är när prispressen består eller förstärks. Allt fler av tjänsterna börjar dessutom kunna produceras i lågkostnadsländer, vilket ger köparna nya alternativ. Fortfarande finns en rad bolag som kan anses vara för små såväl ur ett börs- som ur ett konkurrensperspektiv. Behovet av ytterligare strukturering av vissa delsektorer är därmed stort.

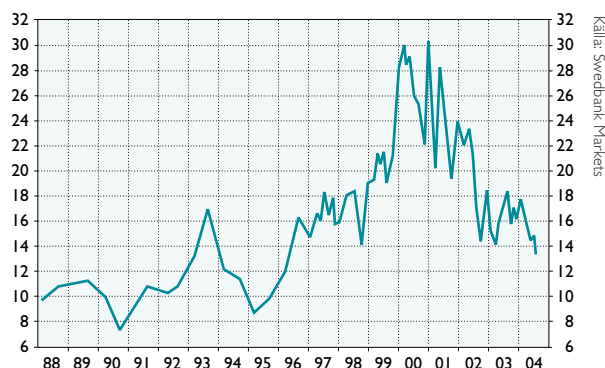
Varuproducerande företag har utvecklats bra. De är vana vid att snabbt anpassa kostnaderna vid förändringar i efterfrågan. Effekterna av de senaste årens rationaliseringar har blivit allt mer uppenbara i takt med att konjunkturen stärkts. Bedömningen är att de största effekterna har inträffat och att marginalerna inte kommer att stiga lika kraftigt framöver. Som beskrevs i samband med de exportinriktade företagen styrs marginalutvecklingen i stor utsträckning av var i värdekedjan olika företag befinner sig. Varuproducerande företag upplevs fortfarande som intressanta placeringsalternativ, men analysen måste göras noggrant på bolagsnivå.

### SLUTSATS

BNP-prognoser tyder på att 2004 globalt sett blir ett konjunkturellt toppår. Tillväxten väntas avta under 2005, men ändå vara hög i ett historiskt perspektiv. Samtidigt kommer den globala tillväxten att vara jämnare geografiskt fördelad, vilket kan minska risken för flaskhalsar och fortsatt stigande råvarupriser. Om det höga oljepriset blir bestående finns risken att prognoserna för 2005 kommer att justeras ned.

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

STOCKHOLMSBÖRSEN: P/E-TAL



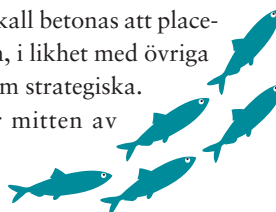
Riskpremien för att äga aktier har, efter en nedgång under 2003, återigen stigit. Kapitalflödena till börsen är svagt positiva, samtidigt som riskvilligheten har avtagit. En minskad osäkerhet om konjunktur- och resultatutvecklingen borde åter kunna leda till sänkt riskpremie.

De rapporterade resultaten har hittills under 2004 varit bra och förväntningarna har justerats upp. Bolagens genomförda rationaliseringar har fått önskat genomslag på marginaler och resultat. I takt med bättre konjunktur har också försäljningen ökat. Svolder räknar med fortsatt stigande intäkter i flertalet branscher, men att marginal- och resultatutvecklingen kommer att variera i betydligt större utsträckning än vad som varit fallet den senaste tiden. Den bolagsspecifika rörelserisken har ökat till följd av osäkerhet om marginalerna på grund av de kraftigt stigande råmaterialpriserna. Det blir ännu viktigare att vara noggrann och selektiv i analysarbetet, då så kallad ”stock picking” väntas få allt större betydelse. Den inslagna inriktningen mot företag med stigande vinster, positiva kassaflöden, sunda finanser och god utdelningskapacitet kan väntas bestå.

## BOLAGSPRESENTATIONER

ACANDOFRONTEC · BEIJER ALMA  
CARNEGIE · GETINGE · ORC SOFTWARE

Svolder hade på balansdagen 25 aktieinnehav i portföljen. Bland dessa har fem 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 2004.





# ACANDOFRONTEC

Svolders innehav	3 072 000 aktier
Andel av substansvärdet	2,9%
Svolders andel	5,5% av kapitalet och 3,9% rösterna
Aktiekurs (börsvärde)	5,35 SEK (298 MSEK)

AcandoFrontec är en leverantör av konsulttjänster inom IT och management med fokus på affärsintegration. Bolaget är sedan juli 2003 en sammanslagning av Frontec och Acando. Företaget har drygt 500 anställda, varav de flesta är placerade i Göteborg och Stockholm. Sammanslagningen har skapat en kompetensmix i bolaget som på ett konkurrenskraftigt sätt kan erbjuda sina kunder verksamhetsförbättringar genom IT-stöd.

MSEK	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>
Omsättning	1 012	932	553	499	634
Res efter fin netto	-136	-107	42	-151	-70

Siffror innan sammanslagningen avser endast Frontec.

<sup>1)</sup> Rullande 12 månader per juni 2004.

Bolaget har under det första halvåret 2004 kraftigt ökat antalet ingångna avtal och har idag ett tjugotal ramavtal med ökade leveransvolymerna. Ramavtal är viktiga då kunderna fördjupar affärsrelationerna till ett färre antal leverantörer. Kunderna är fördelade på olika branscher och de fem största står för cirka 43 procent av omsättningen. Exempel på stora kunder är Volvo, AstraZeneca, Ericsson, TeliaSonera, Migrationsverket och StoraEnso.

## KURSUMVECKLING



IT-konsultbranschen har under de senaste åren lidit av överkapacitet, höga kostnader samt prispress. Detta har resulterat i utslagning, konsolidering, kostnadsbesparingar och har i många fall framtvingat kapitaltillskott. Flera av de nu kvarvarande noterade IT-konsultbolagen är väldigt små, mätt i både börsvärde och omsättning. För att öka intresset hos investerarna behöver bolagen bli större och ha en stabilare intjäningsförmåga. Därför väntas en fortsatt konsolidering av branschen.

Efter en stabilisering av marknaden 2003 och en något bättre efterfrågan under inledningen av 2004 redovisar flertalet av bolagen nu positiva resultat. En bidragande

orsak är effekten av gjorda kostnadsbesparingar. Generellt sett har bolagen ännu inte kunnat genomföra några prisförhöjningar. Detta förklaras förmodligen av att konsultbolagen dels sitter med ingångna ramavtal till låga prisnivåer, dels att inköparna hos kundföretagen har blivit mer professionella vid upphandlingar av IT-tjänster. Samtidigt har de tidigare uppdrivna lönerna i branschen levt kvar, vilket kräver en hög beläggning för att konsulterna skall vara lönsamma. Branschen hotas också av kompetens ifrån lågkostnadsländer samt stora internationella företag. Detta borde beröra nischspelare med lokal närvaro i mindre utsträckning, men kan ändå ha negativ inverkan på prisbildningen. Ökad beläggningsgrad för branschen som helhet och nya ingångna avtal borde å andra sidan få en positiv effekt på priserna. Detta kombinerat med fortsatt kostnadsmedvetenhet kan ge en god marginalutveckling och vinsttillväxt framöver.

## Svolders kommentar

Svolder har varit ägare i AcandoFrontec (tidigare Frontec) under flera år. År av besvikelser och negativa resultat har resulterat i att kapitalmarknaden tappat förtroende för bolaget. Svolders uppfattning är dock att bolaget alltid haft ett gott anseende hos sina kunder, vilket är centralt för verksamheten. Den renodlingsprocess som inleddes redan 1999 har varit positiv för bolaget och resulterade i att Frontec, till skillnad från många andra IT-konsultbolag, aldrig behövde gå till aktiemarknaden för att söka nytt kapital. Efter sammanslagningen med Acando och ytterligare en omstrukturering så har AcandoFrontec levererat positiva resultat under tre kvartal i rad. Detta är ett tydligt trendbrott som visar att gjorda besparingar jämte en förbättrad konjunktur fått genomslag.

## NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>	Årlig tillväxt 4 år
Omsättning	35	30	18	9	11	-25%
Res efter skatt	-6,50	-3,10	1,30	-2,70	0,50	em
Eget kapital	8	5	6	3	4	-18%
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	em

<sup>1)</sup> Svolders prognos.

AcandoFrontec har under första halvåret 2004 ökat sin omsättning och redovisat en rörelsemarginal på 5 procent. Beläggningsgraden har successivt ökat och bolaget har åter börjat rekrytera igen. Prisnivåerna har dock legat kvar på en generellt sett låg nivå, vilket pressat marginalerna. Bolaget har ändå kommunicerat att man ser något ökande genomsnittspriser inom vissa marknadssegment.

AcandoFrontec har god finansiell ställning, utdelningskapacitet samt redovisar tillväxt och positivt resultat. Därigenom finns förutsättningarna för en god värdeutveckling för bolagets aktie. Detta möjliggör i sin tur en aktiv roll i en fortsatt konsolidering på marknaden, vilket innebär såväl möjligheter som risker för AcandoFrontecs aktieägare.

# BEIJER ALMA

Svolders innehav	520 000 aktier
Andel av substansvärdet	10,0%
Svolders andel	5,7% av kapital och 2,7% av röster
Aktiekurs (börsvärde)	109,50 SEK (1 023 MSEK)

Beijer Alma är en internationellt verksam industrigrupp som tillverkar komponenter till kunder inom högteknologiska branscher. Affärsidén är att förvärva, äga och utveckla små och medelstora bolag med god tillväxtpotential. Verksamheten bedrivs i de fyra helägda dotterbolagen Lesjöfors, Habia Cable, Elimag och Stafsjö Bruk. De två förstnämnda svarar för drygt 85 procent av omsättningen.

MSEK	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>
Omsättning	1 133	1 320	1 113	1 154	1 338
Res efter fin netto	110	2	5	18	117

<sup>1)</sup> Rullande 12 månader per juni 2004.

Försäljningens fördelning på större kundsegment var 2003; övrig industri (53 procent), mobil telekom (19 procent), eftermarknad fordon (13 procent) och försvarsindustri (9 procent). Under första halvåret 2004 hade telekom ökat sin andel till cirka 25 procent. Koncernens utveckling styrs i stor utsträckning av efterfrågan på investeringsvaror. Försäljningen av telekomrelaterade produkter påverkas huvudsakligen av den globala investeringsaktiviteten inom telekomsystem.

## KURSUTVECKLING



Efter tre mycket tuffa år för i första hand den telekomrelaterade verksamheten vände koncernens omsättnings- och resultatrend under det andra halvåret 2003. Den positiva trenden har bestått och även förstärkts första halvåret 2004. Åren 2001–2003 skedde stora effektiviserings- och omstruktureringsåtgärder i främst Habia Cable och Elimag. När väl efterfrågan ökade fanns det betydande ledig kapacitet, vilket tillsammans med de sänkta kostnaderna medfört att resultatet och marginalerna stigit kraftigt. Företagsledningen och styrelsen har stort fokus på kassaflödet och att stärka balansräkningen. Den räntebärande nettoskulden har mer än halverats sedan toppen 2001 och uppgick vid utgången av juni 2004 till 278

MSEK. Det positiva kassaflödet har bidragit till att bolaget, trots resultatproblemen, fortsatt att lämna aktieutdelning.

Lesjöfors är en internationellt verksam fullsortimentsleverantör av standard- och specialproducerade industrifjädrar, tråd och banddetaljer. Norden är den största marknaden, följt av övriga Europa. Företaget är underleverantör till verkstads-, elektronik- och telekomindustrin. En viktig faktor bakom företagets framgångar är ett brett sortiment av såväl standardiserade som kundspecifika produkter. Lönsamheten är imponerande med en rörelsemarginal på drygt 16 procent första halvåret 2004.

Habia Cable är en av Europas största tillverkare av specialkabel för telekommunikations-, transport-, försvars- och kärnkraftsindustrin. Kundenpassning är en central framgångsfaktor och idag utgör cirka 90 procent av produktionen kundanpassade kablar och kabelsystem. Försäljning sker i fler än 30 länder. Lönsamheten var väldigt god fram till och med 2000, därefter följde en period med dåliga resultat. Hösten 2003 ökade den underliggande efterfrågan varvid omsättningen och resultatet började stiga. Första halvåret 2004 uppgick rörelsemarginalen till mycket goda 14,7 procent.

## Svolders kommentar

Svolder har varit ägare i Beijer Alma sedan slutet av år 2000. Det senaste verksamhetsåret har den starka kursutvecklingen och förbättrade likviditeten i aktien utnyttjats till att minska innehavet. En viktig anledning bakom minskningen var att bolagets andel av Svolders substansvärde blev väl hög.

## NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>	Årlig tillväxt 4 år
Omsättning	134	137	116	120	161	5%
Res efter skatt	9,60	1,30	-8,70	0,80	12,50	7%
Eget kapital	57	60	48	47	61	2%
Utdelning	4,00	2,00	1,00	1,50	3,00	-7%

<sup>1)</sup> Svolders prognos.

Trots att tidpunkten för aktieköpen inte var den bästa har det senaste årets kursutveckling inneburit att placeringen sammantaget givit Svolder ett positivt bidrag till substansvärdet. Beijer Alma var verksamhetsårets klart största bidragsgivare till substansvärdet.

De senaste kvartalens kraftiga resultatökning kan ses som en bekräftelse på ett väl utfört omstruktureringsarbete av företagsledningen och styrelsen. Framför allt imponerar det genomslag som varje ny försäljningskrona haft på resultatet. Produktiviteten har utvecklats starkt och faktureringen per anställd är nu den högsta någonsin. Svolder bedömer, bl a utifrån orderingången, att 2004 och 2005 blir resultatmässigt bra år. Med de prognostiserade resultaten som bas blir nyckeltalen mycket attraktiva. Samtidigt förväntas att det sker strukturaffärer i koncernen, men att detta inte ska minska förutsättningarna för höjda utdelningar framöver.

# CARNEGIE

Svolders innehav	290 000 aktier
Andel av substansvärdet	3,4%
Svolders andel	0,4% av kapital och röster
Aktiekurs (börsvärde)	66,50 SEK (4 440 MSEK)

Carnegie erbjuder finansiella produkter och tjänster till nordiska och internationella kunder. Med nordisk bas bedrivs verksamheten inom tre affärsområden: Securities, Investment Banking och Asset Management & Private Banking. Antalet anställda är knappt 800 st.

Securities (2003; 51 % vinstandel) omfattar värdepappershandel i nordiska aktier, derivat och räntebärande värdepapper. Carnegie har genomgående ledande marknadspositioner på respektive lokal marknad och en väl etablerad brittisk och amerikansk verksamhet för nordiska värdepapper. Mäklari och egenhandel byggs upp av en ansedd analysfunktion. Lönsamheten har, med undantag för år 2002, varit god eller mycket god.

MSEK	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>
Omsättning	4 247	3 440	2 392	2 081	2 494
Res efter fin netto	1 533	852	339	315	514

<sup>1)</sup> Rullande 12 månader per juni 2004. Resultatmättet avser efter vinstdelning men före skatt.

Inom Investment Banking (17 % vinstandel) erbjuder Carnegie rådgivning och stöd avseende ett brett spektrum av transaktioner, som till exempel förvärv, samgåenden och avyttringar, uppköp av börsnoterade företag, nyemissioner, aktieutplaceringar mm. Koncernen har ett brett kontaktnät inom nordiskt näringsliv och har även inom detta affärsområde en marknadsledande position i Norden. Börsnedgången under inledningen av 2000-talet har inverkat negativt på affärsvolymen, men lönsamheten torde ändå vara bland branschens högsta.

## KURSENTVECKLING



Det tredje affärsområdet – Asset Management & Private Banking (32 % vinstandel) – avser kapitalförvaltning och tillhörande tjänster. Området har successivt förstärkt sin betydelse för Carnegie och genererar via sin intäktsstruktur mer stabila resultat än övriga verksamhetsdelar. Tillväxt har på senare år skett genom såväl nya uppdrag

som värdestegring i de befintliga. Förvaltad kapital överstiger för närvarande 60 miljarder SEK.

Koncernen är starkt beroende av kapitalmarknadernas utveckling och i synnerhet aktiemarknadens. Värdepappers omsättningshastighet, tillgångsvärdens förändring och näringslivets strukturförändringar är särskilt betydelsefulla omvärldsfaktorer. År 2000 redovisades det överlägset starkaste resultatet under den senaste femårsperioden, medan kostnadsbesparingsprogram genomfördes under 2002 och 2003. Gällande incitamentsprogram innebär att närmare halva resultatet tillfaller personalen.

## Svolders kommentar

Aktiemarknaden har börjat återhämta sig efter en längre nedgångsperiod. Fortfarande är handelsvolymerna långt ifrån toppårens. Utan betydande börsvärdeförändringar bör Carnegies starka marknadsposition inom Securities fortsatt generera resultat om 200–300 MSEK. Kapitalförvaltningen växer stadigt med i stort sett bibehållna marginaler och förhållandevis stabila resultat. Betydande potential föreligger för Private Banking att ta marknadsandelar från de nordiska storbankerna. Investment Banking å sin sida kommer att kunna dra nytta av den expansion som förväntas inom framförallt företagsaffärer (M&A) mot bakgrund av de noterade företagens mycket starka balansräkningar.

## NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>	Årlig tillväxt 4 år
Omsättning	67	53	36	31	41	-12%
Res efter skatt	17,20	8,80	3,80	3,20	6,20	-23%
Eget kapital	25	28	24	17	20	-5%
Utdelning	13,57	8,57	8,93	3,16	5,50	-20%

<sup>1)</sup> Svolders prognos.

Carnegie har höga personalkostnader och ett för personalen attraktivt vinstdelningssystem. Samtidigt har koncernen en mycket professionell organisation som hävdar sig väl i konkurrens med såväl nordiska som globala investment banker. Carnegies marknadsandelar och resultat har hört till de högsta och mest stabila under 2000-talet.

Nivån på ersättningarna kan ifrågasättas, men det bör ändå noteras att principerna för vinstdelning är konsistenta med vad som omnämndes i introduktionsprospektet och i koncernens redovisningsinformation därefter. Programmet är följaktligen väl diskonterat av aktiemarknaden.

Svolder tilltalas av Carnegies höga utdelningskapacitet, även om nivån är starkt föränderlig. Vidare uppskattas bolagets förhållandevis stabila intjäning och den bas som skapats för att utnyttja ett förbättrat marknadsläge inom Investment Banking. Organisationsstrukturen förefaller likaså tillhöra de mest stabila i branschen och personalberoendet är därför sannolikt mindre än hos flertalet konkurrenter. Härigenom har Carnegie framgångsrikt hanterat de personalförändringar som kännetecknar kunskapsföretag i lönsamma branscher.

# GETINGE

Svolders innehav	298 000 aktier
Andel av substansvärdet	4,4%
Svolders andel	0,1% av kapital och röster
Aktiekurs (börsvärde)	83,25 SEK (16 806 MSEK)

Getinge tillhör världens ledande leverantörer av medicinteknisk utrustning. Koncernen är organiserad i tre affärsområden med sammanlagt 6 600 anställda i ett trettiofem länder. Produkterna tillverkas vid ett tjugotal anläggningar i åtta länder och distribueras huvudsakligen genom den egna försäljningsorganisationen. Bolaget har starka marknadspositioner i Europa och USA, som tillsammans svarar för större delen av försäljningen.

MSEK	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>
Omsättning	5 254	8 148	8 640	9 160	10 099
Res efter fin netto	624	750	876	1 095	1 188

<sup>1)</sup> Rullande 12 månader per juni 2004.

Generellt sett karaktäriseras Getinges marknad av en långsiktigt stabil efterfrågan. Den demografiska utvecklingen med en växande andel äldre i befolkningen ökar vårdbehovet. Kunskapsmässiga och tekniska framsteg gör också att allt fler sjukdomar kan behandlas. Utvecklingen skapar en obalans inom sjukvården. Tillgängliga resurser räcker inte till och därför tvingas vårdsektorn att arbeta mer kostnadseffektivt. Getinges övergripande strategi går ut på att hjälpa kunderna att leverera mer och bättre vård till samma eller lägre kostnad. Koncernens breda produktprogram, globala distributionsnät och finansiella uthållighet är viktiga konkurrensfördelar.

## KURSENTVECKLING



De senaste åren har Getinge genomfört flera förvärv som breddat verksamheten och bidragit till att öka tillväxten. Målet är att vara antingen den största eller näst största leverantören på de marknader där koncernen är verksam för att maximalt kunna utnyttja skal fördelar. Tillväxten för befintliga enheter drivs till stor del av Getinges satsning på produktutveckling och djupare marknadsbearbetning med särskilt fokus på systemförsäljning och den lönsamma eftermarknaden.

Affärsområde Medical Systems (42 procent av koncernens omsättning under det första halvåret 2004) säljer system för kirurgiska arbetsstationer, hjärtkirurgi och intensivvård. Verksamheten expanderade kraftigt under 2003 genom förvärven av Jostra, tillverkare av hjärt-lungmaskiner, och Siemens LSS, respiratorer. De olika produktlinjerna har marknadsandelar på 30 till 40 procent och försäljning sker till kunder i över hundra länder. Produkt erbjudandet inom affärsområde Infection Control (33 procent) omfattar bland annat sterilisatorer, dokumentationssystem och tjänster i form av service och rådgivning. Verksamheten är världsledande med en marknadsandel uppgående till ca 25 procent. Amerikanska Steris är en stor konkurrent på framförallt den nordamerikanska marknaden. Det tredje affärsområdet Extended Care (25 procent) tillverkar hygiensystem, patientlyftar och specialmadrasser för sårvård. Getinges marknadsandelar är höga inom de två förstnämnda områdena, medan sårvårdsprodukterna svarar för mindre än 10 procent av marknaden. Här dominerar istället amerikanska och brittiska leverantörer.

## Svolders kommentar

Getinge är verksamt på förhållandevis mogna marknader som genomsnittligen växer med några procent per år. Trots detta har koncernens omsättning årligen ökat med nära 20 procent i genomsnitt de senaste åren inklusive prognosen för 2004. Resultatet har samtidigt ökat nästan lika mycket. En viktig förklaring är bolagets lyckade förvärvsstrategi. Ledningen har visat att man besitter en djup kompetens när det gäller att genomföra intressanta affärer och inte minst att framgångsrikt integrera de förvärvade företagen i befintlig affärsstruktur och därmed realisera potentiella synergier. Att expansionen i huvudsak skett med internt genererade medel och således inte belastat aktieägarna förstärker det positiva intrycket.

## NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	2000 <sup>2)</sup>	2001 <sup>2)</sup>	2002 <sup>2)</sup>	2003	2004 <sup>1)</sup>	Årlig tillväxt 4 år
Omsättning	28	40	43	45	54	18%
Res efter skatt	2,50	2,60	3,10	3,90	4,60	16%
Eget kapital	10	15	16	17	21	19%
Utdelning	0,88	0,94	1,06	1,35	1,50	14%

<sup>1)</sup> Svolders prognos.

<sup>2)</sup> Justerad för aktiesplit 2003.

Förändringar i sjukvårdens olika ersättningssystem är en risk som kan få stora effekter på enskilda marknader. Genom att verksamheten bedrivs i ett stort antal länder begränsas emellertid denna risk för koncernen som helhet.

Kombinationen av välskött bolag med relativt låg rörelserisk och stabil tillväxt är tilltalande. Det torde också finnas fortsatt goda förvärvsmöjligheter, särskilt inom Medical Systems, som kan bidra till den framtida tillväxten. Sammantaget gör detta att Getingeaktien framstår som attraktivt prissatt.

# ORC SOFTWARE

Svolders innehav	300 000 aktier
Andel av substansvärdet	3,4%
Svolders andel	2,0% av kapital och röster
Aktiekurs (börsvärde)	63,75 SEK (947 MSEK)

Orc Software, som grundades 1987, utvecklar och säljer avancerade handelssystem för handel på elektroniska börser. Målgruppen är professionella handlare, mäklare och så kallade market makers hos investmentbanker, mäklarfirmor eller institutionella förvaltare. Systemen innehåller beräkningsmodeller för analys och prissättning av finansiella instrument. Med hjälp av dessa kan användarna identifiera och prissätta affärsmöjligheter i realtid samt utföra order på ett stort antal marknadsplatser samtidigt. Ett nätverk av marknadskopplingar ger tillgång till över 80 olika börser. Exempel på värdepapper som kan handlas är aktier, obligationer, valutor och råvaror samt derivat av dessa. Programvaran innehåller även integrerade funktioner för portföljhantering och bevakning av placeringsrisker.

MSEK	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>
Omsättning	131	210	275	249	253
Res efter fin netto	53	93	123	80	66

<sup>1)</sup> Rullande 12 månader per juni 2004.

Verksamheten är global med kunder i ett tjugotal länder. Försäljning och support sker huvudsakligen via egna kontor i anslutning till viktiga börser som exempelvis New York, London, Frankfurt och Tokyo. Huvudkontoret ligger i Stockholm. Merparten av omsättningen kommer från Sverige och marknaden i övriga Europa. Sedan några år tillbaka har bolaget även ett omfattande distributionsavtal med Reuters, som är en internationellt ledande förmedlare av finansinformation. Försäljningen består främst av löpande licensintäkter. Kunderna betalar en avgift per användare och programvara. Nya och mer rörliga betalningsmodeller som baseras på kundernas utnyttjande av tjänster kompletterar den traditionella affärsmodellen.

## KURSENTVECKLING



Teknologin på Orc Softwares marknader utvecklas snabbt. Bolaget satsar därför stora resurser på att förbättra systemen. Produktutvecklingen sker i nära samråd med kunderna och möjligheter finns att integrera deras egenutvecklade lösningar med Orc-systemet. Produkterna blir därigenom en central del av kundens totala tekniska infrastruktur.

Egenutvecklade lösningar, som fortfarande utgör den största delen av marknaden, konkurrerar med kommersiellt utvecklade system. Konkurrensen varierar med systemens funktionsinriktning eller vilken geografisk marknad det handlar om. I Norden bedöms Orc Software ha en ledande marknadsposition. Även på flera av de övriga marknaderna tillhör bolaget en av de främsta aktörerna och då särskilt inom handel med derivatinstrument. Trenden är att allt fler marknadsplatser runt om i världen går över till renodlad elektronisk handel. Vidare sker en växande andel av värdepappershandeln över nationsgränserna. I tider av lägre lönsamhet i den finansiella sektorn ökar samtidigt efterfrågan på kostnadseffektiva system. Sammantaget skapar detta tillväxtpotentialer för leverantörer av handelssystem som innehåller såväl uppkopplingar till många olika marknadsplatser som integrationsmöjligheter med egenutvecklade lösningar.

## Svolders kommentar

Trots en svag marknad efter nedgången på världens börser har Orc Software satsat stora resurser på att förstärka säljorganisationen och bredda produktprogrammet. Kostnaderna har stigit som en följd av detta samtidigt som försäljningen varit en besvikelse. Aktiemarknaden har hittills inte uppskattat bolagets satsning utan istället valt att fokusera på den försämrade vinstutvecklingen. Innehavet bidrog därmed negativt till Svolders substansvärde under verksamhetsåret.

## NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	2000	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>	Årlig tillväxt 4 år
Omsättning	9	14	19	17	18	17%
Res efter skatt	2,90	4,40	5,90	3,80	2,60	-2%
Eget kapital	10	13	17	17	16	11%
Utdelning	1,10	1,40	3,00	3,40	3,40	33%

<sup>1)</sup> Svolders prognos.

Omvandlingen av företaget väntas öka marknadspotentialen samtidigt som konkurrenskraften stärks. Även om vinstmarginalerna fallit jämfört med historiska nivåer är de fortsatt höga i absoluta tal. När försäljningen väl börjar stiga igen ger det således stort genomslag på resultatet. Kundernas investeringsvilja är visserligen på väg att förbättras, men det behövs sannolikt också tydliga tecken på att den nya strategin håller för att aktien skall vända upp igen. Risken begränsas av bolagets mycket starka finanser. Orc Software har årligen lämnat stigande aktieutdelning sedan börsintroduktionen 2000.



# FÖRVALTNINGSBERÄTTELSE

*Styrelsen och verkställande direktören för Svolder Aktiebolag (publ) får härmed avlämna årsredovisning och koncernredovisning för perioden 2003-09-01-2004-08-31. Efterföljande resultat- och balansräkningar, kassaflödesanalyser, eget kapitalräkningar 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. Jämförelser görs i första hand mot Carnegie Small Cap Index (CSX), men också mot Affärsvärldens general-index (AFGX).

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

Svolder har under slutet av verksamhetsåret förvärvat samtliga aktier i Svolder Service AB. Det nyförvärvade bolaget har under verksamhetsåret ej haft någon rörelse. Räkenskaperna avser därför såväl koncernen som moderbolaget, om inget annat anges.

Moderbolagets säte är Stockholm och verksamheten bedrivs i moderbolagets kontor på Birger Jarlsgatan 13, 107 25 Stockholm.

## Redovisningsprinciper

Svolders redovisning har upprättats i enlighet med den svenska årsredovisningslagen (ÅRL). Därutöver har en redovisning där värdepappersinnehaven värderas till verkligt värde (marknadsvärde för börsnoterade aktier) lämnats som komplettering. En sådan redovisning kan, enligt den svenska årsredovisningslagen, börja tillämpas för räkenskapsår som inleds 1 januari 2004 eller därefter. Denna följer i sin tur de redovisningsprinciper, International Accounting Standards (IAS) och International Financial Reporting Standards (IFRS), som börjar tillämpas för räkenskapsår som inleds 1 januari 2005 eller senare.

Svolder kommer framöver att rapportera i enlighet med IFRS, där den mest påtagliga skillnaden för Svolders vidkommande, är att en stor del av de finansiella tillgångarna och skulderna också formellt kommer att redovisas till verkligt värde, istället för som idag, till det lägsta av anskaffningsvärdet och verkligt värde.

Då Svolder i sina kvartalsrapporter och årsredovisningar löpande har värderat huvuddelen av bolagets tillgångar och skulder till verkligt värde, utöver den formella redovisningen, innebär övergången till rapportering i enlighet med IFRS inget större behov av åtgärder från bolaget. Detta medför att Svolder i den finansiella rapporteringen framöver inte längre kommer att presentera två olika redovisningar.

Tillämpade redovisningsprinciper presenteras utförligt på särskild plats innan respektive notförteckning.

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 verkligt värde när detta överstiger anskaffningsvärdet.

(kSEK)	2003/2004	2002/2003
Redovisat resultat enligt ÅRL	51 403	-22 163
Skillnad mellan verkligt värde och redovisning enligt ÅRL	16 255	27 544
<b>Redovisat resultat till verkligt värde</b>	<b>67 658</b>	<b>5 381</b>

(kSEK)	2004-08-31	2003-08-31
Fritt eget kapital enligt ÅRL	203 454	180 851
Skillnad i ackumulerat resultat enligt ovan	43 799	27 544
<b>Fritt eget kapital till verkligt värde</b>	<b>247 252</b>	<b>208 395</b>

Totalt eget kapital enligt ÅRL	523 454	500 851
Totalt eget kapital till verkligt värde	567 252	528 395
<b>Offentliggjort substansvärde</b>	<b>567 252</b>	<b>528 395</b>

## Ägar- och aktiekapitalförändringar

I enlighet med bolagsordningen kan aktieägare, efter ansökan hos bolagets styrelse, omvandla A-aktier till B-aktier. Under verksamhetsåret har ingen omstämpling begärts och därför har inga A-aktier omstämplats till B-aktier.

Bolagets aktier är på balansdagen fördelade på 73 1 076 A-aktier och 12 068 924 B-aktier.

Antalet aktieägare per den 30 juni 2004 är enligt statistik från VPC AB ca 7 800. Detta är en minskning med ca 200 aktieägare under tolv månadersperioden.

I mars 2004 förvärvade Provobis Holding AB och Konferensgruppen i Skandinavien AB hela Sjätte AP-fondens aktieinnehav i Svolder. Bolagets största aktieägare är därefter Provobis Holding (26,6 % röster; 9,5 % kapital), AMF Pension och Fonder (7,5 % röster; 10,0 % kapital) samt Ernströmgruppen (5,0 % röster; 7,6 % kapital).

## Året som gått

Första halvan av verksamhetsåret präglades av stigande kurser och växande omsättning på världens aktiebörser. Goda kvartalsrapporter från bolagen, allt bättre konjunkturutsikter och låga räntor bidrog till ett positivt klimat. Börstrenden bröts i början av 2004 och marknadsaktiviteten började avta. Sedan mars har aktiemarknaderna i princip gått sidledes. Rädsla för kommande styrräntehöjningars effekter på tillväxt och vinster började ta överhanden. Marknaden ignorerade de fortsatt starka bolagsrapporterna. Kraftigt stigande oljepriser spädde på oron för lägre tillväxt. Ökad global efterfrågan drev upp priset på olja, mätt i USD, med drygt 30 procent under perioden. Den allmänna osäkerheten på marknaden ledde till att investerarna höjde riskpremien för aktieplaceringar, vilket dämpade kursutvecklingen under senare delen av verksamhetsåret.

Världindex steg med 13,7 procent under verksamhetsåret, mätt i USD. Uppgången på amerikanska Nasdaq-

börsen, med ett stort inslag av IT- och tillväxtbolag, stannade på 1,5 procent i samma valuta.

Stockholmsbörsen, enligt Affärsvärldens general-index, steg under verksamhetsåret med 16,4 procent. Samtliga huvudsektorer, förutom tjänsteföretagen, noterade kursuppgångar. Utvecklingen var särskilt stark inom Telekom och Finans. Även småbolagsmarknaden, mätt som CSX, gick upp med 16,4 procent.

Valutförändringar har stor betydelse för resultatutvecklingen i många börsbolag. Den svenska kronan stärktes med 11 procent mot den amerikanska dollarn, medan kronkursen var stabil mot euron under verksamhetsåret. God tillväxt i den amerikanska ekonomin och höjda styrräntor har dock gjort att dollarfallet avtagit.

Vid utgången av verksamhetsåret var räntorna omkring en halv procentenhet lägre än tolv månader tidigare för såväl korta som långa löptider. Riksbanken sänkte styrräntan vid två tillfällen till följd av oväntat lågt inflationstryck i den svenska ekonomin. Även obligationsräntorna ligger kvar på historiskt mycket låga nivåer trots positiva konjunktursignaler.

### Framtidsutsikter

Portföljstrategin, som sedan flera år inneburit en inriktning mot aktier i något större och mer omsättningsbara små och medelstora bolag än tidigare, förväntas fortsätta. Analysarbetet för nya placeringar fokuserar – förutom för centrala faktorer som tillväxt, resultat, omvärldsbetingelser etc – särskilt på bolagens finansiella ställning, utdelningspolicy samt utdelningskapacitet. Fokus kommer också fortsatt att riktats mot aktier och bolag som kan förväntas gynnas av en normalisering av riskpremien för aktier samt även gynnas av en sannolikt fortsatt god världskonjunktur. Den svenska aktiemarknaden bedöms ha en attraktiv värdering utifrån nuvarande räntenivåer, riskpremie och förväntad ekonomisk tillväxt. Med nu kända ekonomiska förhållanden kommer andelen likvida medel i värdepappersportföljen fortsatt att vara låg. Svolder lämnar ingen prognos för substansvärdeutvecklingen.

### Substansvärdets förändring

På balansdagen uppgick Svolders substansvärde till 44,30 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppgång under verksamhetsåret med 12,8 procent inklusive till aktieägarna betald utdelning. Detta är 3,6 procentenhet sämre än utvecklingen för jämförelseindex CSX, som steg med 16,4 procent under motsvarande period. Om hänsyn tas till underliggande utdelningar om ca 2 procent ökade index med drygt 18 procent. Den sämre relativa utvecklingen förklaras av att portföljen saknat exponering mot fastighetssektorn.

Verksamhetsårets i särklass största bidragsgivare var industrikoncernen **Beijer Alma**. Även mjukvarubolaget **Telelogic**, telekombolaget **Nolato** och dagligvarukoncernen **Axfood** gav betydande värdetillskott. Tillsammans uppgick substansvärdebudraget för dessa fyra innehav till 90,9 MSEK, motsvarande 7,10 SEK per Svolderaktie.

Bioteknikbolaget **Biacore** blev verksamhetsårets största besvikelse. Innehavet belastade portföljens substansvärde med 9,1 MSEK (0,70 SEK per aktie).

**Besthand** utgör Svolders enda onoterade aktieinnehav. Bemanningsföretaget bedriver butiksexponering och annan säljstödande verksamhet till leverantörer och detaljister inom detaljhandeln. Efter två år av kraftig expansion har verksamheten, i stället för att som tänkt vidareutveckla existerande kundrelationer, tvingats anpassa sig till ett nytt svagare marknadsläge. Detta har resulterat i strukturkostnader och försämrat kassaflöde. En nyemission genomfördes under sommaren, vilket föranledde Svolder att på balansdagen skriva ned innehavet till denna teckningskurs. Belastningen på substansvärdet blev 7,5 MSEK, motsvarande 0,60 SEK per Svolderaktie. Bokfört värde, inklusive konverteringslån, är därefter 9,4 MSEK och utgör 1,7 procent av Svolders substansvärde. Nyemissionen gjordes i två steg, där det senare kunde påkallas av Besthands styrelse. Detta har också skett och innebar för Svolders del att ytterligare 278 977 P-aktier (preferensaktier) tecknades å 1,15 SEK, dvs totalt 0,3 MSEK, per 2004-09-15.

### Kursutveckling

Svolders B-aktie steg inklusive utdelning 20,9 procent under verksamhetsåret, och handlades på balansdagen senast till 44,40 SEK. Svolders A-aktie, vilken har mycket låg börsomsättning, hade samma dag en senaste köpkurs om 44,50 SEK.

B-aktien värderades på balansdagen med en premie om 0,2 procent i förhållande till sitt substansvärde. Under de veckovisa tillfällen som substansvärdet har offentliggjorts har aktien genomsnittligen handlats med en rabatt om 3,9 procent. Värdena har fluktuerat från en största rabatt om 12 procent till en högsta premie om 11 procent.

B-aktien har omsatts under 99 procent av verksamhetsårets samtliga börsdagar, med en genomsnittlig omsättning om ca 7 900 aktier per börsdag. Handeln i Svolders A-aktie var begränsad. A-aktier omsattes under 24 procent av verksamhetsårets börsdagar. Den ringa aktieomsättningen uppgick genomsnittligen till ca 200 A-aktier per börsdag.

### Värdepappersportföljen

Under verksamhetsåret har värdepapper för brutto 330,3 (181,6) och 322,8 (217,1) 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 minskat med 34,2 MSEK och utgjorde på balansdagen 3,2 MSEK, motsvarande 0,6 procent av bolagets substansvärde.

Värdepappersportföljen var på balansdagen övervikad mot hårdvarubolag inom informationsteknologibranschen. Branschklassificeringen följer Stockholmsbörsens uppdelning och kan ibland vara något missvisande. Det kan exempelvis ifrågasättas om stora portföljinnehav som bank- och telekomkortföretaget **XPonCard** samt elektro-

	2003/2004		2002/2003		2001/2002	
	12 mån		12 mån		12 mån	
	MSEK	SEK/Aktie	MSEK	SEK/Aktie	MSEK	SEK/Aktie
Mottagen utdelning mm	13,5	1,00	9,8	0,80	12,8	1,00
Förvaltningskostnad	-12,7	-1,00	-12,4	-1,00	-11,4	-0,90
Resultat värdepapper	66,8	5,20	8,0	0,60	-196,4	-15,30
<b>Redovisat resultat</b>	<b>67,7</b>	<b>5,30</b>	<b>5,4</b>	<b>0,40</b>	<b>-194,9</b>	<b>-15,20</b>
Lämnad utdelning	-28,8	-2,25	-28,8	-2,25	-44,8	-3,50
<b>Förändring substansvärde</b>	<b>38,9</b>	<b>3,00</b>	<b>-23,4</b>	<b>-1,80</b>	<b>-239,8</b>	<b>-18,70</b>
Substansvärde (UB)	567,3	44,30	528,4	41,30	551,8	43,10

Anm. Redovisade resultat avser redovisning av värdepapper till verkliga värden. Värden per aktie är avrundade till hela tiotal öre med undantag för Svolders lämnade utdelning, som anges exakt.

nikgrossist- och operatörsterminalkoncernen **Beijer Electronics** är att anse som IT-företag. Det skall åter 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.

## Resultat

Rörelseresultatet under verksamhetsåret uppgick till 67,2 (4,6) MSEK. Utdelningsintäkterna uppgick till 13,0 (9,0) MSEK, och nettot av finansiella poster till 0,5 (0,8) MSEK. Årets resultat blev 67,7 (5,4) MSEK, motsvarande 5,30 (0,40) SEK/aktie.

## Likviditet och soliditet

### Koncernen

Vid verksamhetsårets slut uppgick koncernens likvida medel, inklusive nettot av aktiehandels oreglerade likvider, till 3,2 (37,4) MSEK. Koncernen har inga långfristiga skulder och avtalad checkräkningskredit om 70 MSEK är inte utnyttjad. Koncernens soliditet är 100 procent.

### Moderbolaget

Vid verksamhetsårets slut uppgick moderbolagets likvida medel, inklusive nettot av aktiehandels oreglerade likvider, till 3,1 (37,4) MSEK. Bolaget har inga långfristiga skulder och avtalad checkräkningskredit om 70 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 2,40 (2,25) SEK per aktie lämnas i aktieutdelning. Detta motsvarar 30,7 (28,8) MSEK. Förslaget utgör 5,4 procent av utgående substansvärde och innebär en direktavkastning om 5,4 procent utifrån balansdagens börskurs.

## Personal

Svolder hade på balansdagen 5 (6) anställda; tre förvaltare/analytiker, en administratör samt verkställande direktören. VDs anställningsvillkor framgår av not 1. Ansvar för investerarrelationerna samt ekonomi- och IT-funktionerna är fördelat bland de anställda.

## Incitamentsprogram

Svolders anställda omfattas sedan 2003 av ett incitamentsprogram utformat av bolagets styrelse. Detta och tidigare belöningsprogram har utförligt presenterats i Svolders årsredovisningar.

Nuvarande program strävar efter att belöna de anställda om de skapar ett mervärde för bolagets aktieägare utöver en årlig minimavkastning om fem procent. Med mervärde avses i första hand bolagets substansvärdetillväxt utöver den värdeutveckling som skapas på den del av aktiemarknaden som bolaget placerar på. Därutöver kan styrelsen utifrån egen bedömning premiera anställda för särskilt goda arbetsinsatser. Med detta avses exempelvis värdeskapande aktiviteter mot aktiemarknaden och aktiens värdering. Incitamentsprogrammet återges vidare på sidan 53 (not 2). För verksamhetsåret har en reservering gjorts avseende bonus, inklusive sociala kostnader, om 0,5 (0) MSEK.

## Styrelse

Styrelsen i Svolder består av sex ledamöter valda av bolagsstämman. Bolagets verkställande direktör ingår i styrelsen. Styrelsens ledamöter har lång och skiftande erfarenhet från verksamhetsområden som är av betydelse för bolaget och dess verksamhet som investmentbolag.

Svolders styrelse fastställde vid sitt möte i december 2003 en arbetsordning för styrelsen samt en VD-instruktion. Arbetsordningen anger bl a styrelsens ålägganden, ansvarsfördelningar, mötesplan och vilka ärenden som skall föreläggas styrelsen. Styrelsen fastslog vidare vid detta möte en placeringsinstruktion samt övriga behörighetshandlingar för verkställande direktören och andra ledande befattningshavare. Instruktionen följer den portföljpolitik som presenterats i bolagets tryckta årsredovisning. Verkställande direktören ansvarar för den löpande aktieförvaltningen och att bolaget uppfyller sin informationsplikt i enlighet med lagar och föreskrifter, exempelvis Stockholmsbörsens noteringsavtal. Ledamöterna tillställs regelbundet information från bolaget rörande portfölj- och substansvärdeutveckling, samt övriga för bolaget centrala händelser. Styrelsen kontrollerar bland annat att placeringsinstruktionen efterföljs, deltar i strategiska portföljdiskussioner samt behandlar förslag till delårsrapporter respektive bokslutskommuniké och årsredovisning. Under styrelsemötet i mars 2004 besökte styrelsen, i likhet med tidigare verksamhetsår, under två dagar ett



antal portföljbolag samt diskuterade bolagets strategiska position bland kapitalförvaltande företag. Bolagets styrelse har det senaste verksamhetsåret sammanträtt sju gånger. Härutöver har löpande kontakter förekommit mellan styrelseledamöterna.

Under räkenskapsåret har styrelsen antagit en etisk policy avseende styrelsens arbete. Policyn har till syfte att på ett övergripande sätt ange efter vilka grundvärderingar och på vilket sätt styrelsearbetet i Svolder skall bedrivas. Den har till uppgift att beskriva hur styrelsen skall utöva sitt uppdrag på ett för alla aktieägare önskvärt etiskt och ansvarsfullt sätt. Styrelsen har som överordnat mål att genom strategisk ledning och kontroll av bolaget tillse att en god värdeökning sker, inom ramen för fastslagen affärsidé, för aktieägarna på lång sikt. Målet är också att överträffa lämpliga jämförelseindex och motsvarande förvaltare.

En informationspolicy har likaså fastställts under verksamhetsåret. Den finns återgiven på bolagets hemsida i enlighet med Stockholmsbörsens noteringsavtal.

Nomineringsprocessen bedrivs på sådant sätt att styrelsens ordförande i anslutning till delårsrapporten för nio månader tar kontakt med de största aktieägarna och därvid beslutar hur processen skall fortskrida. Information om processen, samt nödvändiga adresser, angavs i nämnd delårsrapport. I kallelsen till bolagsstämman presenteras sedan det förslag på ledamöter som framkommit genom nomineringsprocessen.

En ersättningskommitté inom styrelsen, se not 2 på sidan 53, har förberett ärenden angående bonus och övriga ersättningsfrågor till Svolders personal. Någon särskild revisionskommitté har inte utsetts då styrelsen är av den uppfattningen att den typen av frågor, för bolag av Svolders storlek och verksamhetsinriktning, bäst behand-

las av hela styrelsen. Styrelsen har vid verksamhetsårets inledning och avslutning träffat bolagets revisorer. Praxis vid dessa tillfällen är att tid avsätts för diskussioner, där VD eller andra anställda inte medverkar.

### Förslag till vinstdisposition

#### Till bolagsstämmans förfogande står:

I koncernen tillika i moderbolaget

Balanserat resultat	(ÅRL)	kSEK	152 051
Årets resultat	(ÅRL)	kSEK	51 403
<b>Summa</b>		<b>kSEK</b>	<b>203 454</b>

Någon avsättning till bundna reserver erfordras inte.

#### Styrelsen och verkställande direktören föreslår att:

Till aktieägarna utdelas 2,40 SEK/aktie	kSEK	30 720
Kvarstående belopp balanseras i ny räkning	kSEK	172 734
<b>Summa</b>	<b>kSEK</b>	<b>203 454</b>

Stockholm den 8 oktober 2004

MATSOLA PALM

*Ordförande*

HÅKAN BOHLIN

MATS GULDBRAND

ERIC HIELTE

KARIN KRONSTAM

ULF HEDLUNDH  
*Verkställande direktör*

Vår revisionsberättelse har avgivits den 18 oktober 2004

GEORGE PETERSSON

*Auktoriserad revisor*

HELENE WILLBERG

*Auktoriserad revisor*

# RESULTATRÄKNINGAR

Värdering till verkligt värde (kSEK)	Not	KONCERNEN	MODERBOLAGET	
		2003/2004	2003/2004	2002/2003
<b>Resultat från värdepappersförvaltning</b>				
Utdelningar		13 001	13 001	8 988
Resultat från värdepapper		66 823	66 823	8 030
Övriga rörelseintäkter		-	-	-
<b>Resultat från värdepappersförvaltning</b>		<b>79 824</b>	<b>79 824</b>	<b>17 018</b>
Förvaltningskostnader	1,2,3,4,5,6	-12 658	-12 658	-12 396
<b>Rörelseresultat</b>		<b>67 166</b>	<b>67 166</b>	<b>4 622</b>
<b>Finansiella intäkter och kostnader</b>				
Ränteintäkter och liknande resultatposter	7	521	521	786
Räntekostnader och liknande resultatposter	8	-29	-29	-27
<b>Resultat efter finansiella poster</b>		<b>67 658</b>	<b>67 658</b>	<b>5 381</b>
Skatt	9	-	-	-
<b>Årets resultat</b>		<b>67 658</b>	<b>67 658</b>	<b>5 381</b>
Resultat per aktie (SEK)	10	5,30	5,30	0,40

# KASSAFLÖDESANALYSER

Värdering till verkligt värde (kSEK)		KONCERNEN	MODERBOLAGET	
		2003/2004	2003/2004	2002/2003
<b>Den löpande verksamheten</b>				
Utdelningar		13 001	13 001	8 988
Övriga rörelseintäkter		-	-	-
Förvaltningskostnader		-12 658	-12 658	-12 396
<b>Rörelseresultat</b>		<b>343</b>	<b>343</b>	<b>-3 408</b>
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet		1 012	1 012	101
Erhållen ränta		712	712	1 392
Betald ränta		-29	-29	-27
Betald inkomstskatt		-	-	-
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapitalet</b>		<b>2 038</b>	<b>2 038</b>	<b>-1 942</b>
<b>Förändringar av rörelsekapitalet</b>				
Ökning (+)/minskning (-) av kortfristiga skulder		53	63	-194
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>		<b>2 091</b>	<b>2 101</b>	<b>-2 136</b>
<b>Investeringsverksamheten</b>				
Köp av värdepapper		-333 361	-333 461	-171 800
Försäljning av värdepapper		326 589	326 589	206 308
Investeringar i maskiner och inventarier		-31	-31	-37
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>		<b>-6 803</b>	<b>-6 903</b>	<b>34 471</b>
<b>Finansieringsverksamheten</b>				
Utbetald utdelning		-28 800	-28 800	-28 800
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>		<b>-28 800</b>	<b>-28 800</b>	<b>-28 800</b>
Ökning (+)/minskning (-) av likvida medel		-33 512	-33 602	3 535
Likvida medel vid årets början		36 667	36 667	33 132
<b>Likvida medel vid årets slut</b>		<b>3 155</b>	<b>3 065</b>	<b>36 667</b>

# BALANSRÄKNINGAR

Värdering till verkligt värde (kSEK)	Not	KONCERNEN	MODERBOLAGET	
		2004-08-31	2004-08-31	2003-08-31
<b>TILLGÅNGAR</b>				
<b>Anläggningstillgångar</b>				
<i>Materiella anläggningstillgångar</i>				
Inventarier	11	259	259	333
<i>Finansiella anläggningstillgångar</i>				
Aktier i dotterbolag	12	-	100	-
Värdepappersinnehav	13	566 299	566 299	491 950
<b>Summa anläggningstillgångar</b>		<b>566 557</b>	<b>566 657</b>	<b>492 283</b>
<b>Omsättningstillgångar</b>				
Oreglerade likvider för sålda värdepapper		-	-	3 785
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter		346	346	632
Kassa och bank		3 155	3 065	36 667
<b>Summa omsättningstillgångar</b>		<b>3 501</b>	<b>3 411</b>	<b>41 084</b>
<b>Summa tillgångar</b>	14,17	<b>570 058</b>	<b>570 068</b>	<b>533 367</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>				
<b>Eget kapital</b>				
<i>Bundet eget kapital</i>				
Aktiekapital		128 000	128 000	128 000
Bundna reserver/reservfond		192 000	192 000	192 000
<b>Summa bundet eget kapital</b>		<b>320 000</b>	<b>320 000</b>	<b>320 000</b>
<i>Fritt eget kapital</i>				
Fria reserver/balanserad vinst		179 594	179 594	203 014
Årets resultat		67 658	67 658	5 381
<b>Summa fritt eget kapital</b>		<b>247 252</b>	<b>247 252</b>	<b>208 395</b>
<b>Summa eget kapital</b>	15	<b>567 252</b>	<b>567 252</b>	<b>528 395</b>
<b>Kortfristiga skulder</b>				
Oreglerade likvider för köpta värdepapper		-	-	3 032
Upplupna kostnader		2 661	2 661	1 848
Kortfristiga skulder koncernföretag		-	10	-
Övriga kortfristiga skulder		145	145	92
<b>Summa kortfristiga skulder</b>		<b>2 806</b>	<b>2 816</b>	<b>4 972</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	14,17	<b>570 058</b>	<b>570 068</b>	<b>533 367</b>
Ställda säkerheter	16	130 508	130 508	34 160
Ansvarsförbindelser		-	-	-

## FÖRÄNDRING AV EGET KAPITAL

Värdering till verkligt värde KONCERNEN (KSEK)	Aktie- kapital	Bundna reserver	Fria reserver	Totalt
Utgående balans 2003-08-31	128 000	192 000	208 395	528 395
Utdelning	-	-	-28 800	-28 800
Årets resultat	-	-	67 658	67 658
<b>Eget kapital 2004-08-31</b>	<b>128 000</b>	<b>192 000</b>	<b>247 252</b>	<b>567 252</b>

MODERBOLAGET (KSEK)	Aktie- kapital	Reserv- fond	Fritt eget kapital	Totalt
Utgående balans 2002-08-31	128 000	192 000	231 813	551 813
Utdelning	-	-	-28 800	-28 800
Årets resultat	-	-	5 381	5 381
<b>Eget kapital 2003-08-31</b>	<b>128 000</b>	<b>192 000</b>	<b>208 395</b>	<b>528 395</b>
Utdelning	-	-	-28 800	-28 800
Årets resultat	-	-	67 658	67 658
<b>Eget kapital 2004-08-31</b>	<b>128 000</b>	<b>192 000</b>	<b>247 252</b>	<b>567 252</b>

## BOKSLUTSKOMMENTARER

*Till resultaträkningar, balansräkningar och kassaflödesanalyser utifrån värdering av värdepappersportföljen till verkligt värde.*

### Nya redovisningsprinciper

Med verkan från räkenskapsåret 2003/2004 har ett antal nya rekommendationer från Redovisningsrådet trätt i kraft. Dessa är RR 2:02 Varulager, RR 22 Utformning av finansiella rapporter, RR 24 Förvaltningsfastigheter, RR 25 Rapportering för segment – rörelsegränar och geografiska områden, RR 26 Händelser efter balansdagen, RR 27 Finansiella instrument: Upplysningar och klassificering samt RR 28 Statliga stöd. Ingen av de nya rekommendationerna har medfört någon påverkan på moderbolagets eller koncernens resultat och ställning. Tillämpningen av RR 22 och RR 27 har inneburit att en sammanställning över förändringar i eget kapital tillkommit bland företagets räkningar (RR 22) samt att mer upplysningar lämnas i förvaltningsberättelsen och notapparaten (RR 22 och RR 27). Då hela verksamheten bedrivs i Sverige samt är utsatt för samma typer av risker och möjligheter sker ingen segmentsredovisning i enlighet med RR 25.

### Redovisningsprinciper

Svolders redovisning har med ett undantag upprättats i enlighet med den svenska årsredovisningslag (ÅRL) som gällde vid räkenskapsårets ingång. Undantaget består i att företagets värdepappersportfölj (finansiella anläggningstillgångar), i enlighet med internationella redovisningsstandards som t ex IAS 39, har värderats till verkligt värde. Som framgår av avsnittet Kommande redovisningsprinciper på sidan 52 har den svenska årsredovisningslagen ändrats från och med 2004-01-01 och ger möjlighet att värdera finansiella instrument till verkligt värde. För Svolders del innebär detta att under nästa räkenskapsår

(2004/2005) tillåts en värdering till verkligt värde. En redovisning som värderar värdepappersportföljen enligt lägsta värdets princip (dvs enligt årsredovisningslagen som den såg ut vid räkenskapsårets ingång) presenteras på sidorna 49–59.

Företaget följer Redovisningsrådets rekommendationer och uttalanden från Redovisningsrådets Akutgrupp.

### Koncernredovisning

Då Svolder under räkenskapsåret förvärvat samtliga aktier i Svolder Service AB innehar Svolder för första gången ett dotterbolag. Detta innebär att moderbolaget Svolder utöver tidigare redovisning även måste presentera en koncernredovisning. Då något koncernförhållande tidigare inte förelegat saknas jämförelsesiffror till koncernredovisningen.

Koncernredovisningen har upprättats enligt Redovisningsrådets rekommendation RR 1:00 Koncernredovisning. Dotterbolaget Svolder Service AB redovisas enligt förvärvsmetoden. Förvärvsmetoden innebär att ett förvärv av dotterbolag betraktas som en transaktion varigenom moderbolaget indirekt förvärvar dotterbolagets tillgångar och övertar dess skulder. Från och med förvärvstidpunkten inkluderas i koncernredovisningen det förvärvade företagets intäkter och kostnader, identifierbara tillgångar och skulder liksom eventuell uppkommen goodwill eller negativ goodwill.

### Intressebolag

Med intressebolag avses företag i vilka moderbolaget har ett långsiktigt ägarintresse samt där det föreligger ett bety-

dande inflytande. Ett betydande inflytande uppstår normalt vid innehav av mer än 20 procent av rösterna. Intressebolag redovisas i koncernredovisningen enligt kapitalandelsmetoden, vilket innebär att vid anskaffningstillfället redovisas aktieandelarna till anskaffningsvärde och därefter justeras det bokförda värdet med ägarens andel av förändringen i intressebolagets nettotillgångar.

Inget av Svolders värdepappersinnehav är för närvarande förknippat med något betydande inflytande.

### 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 verkligt värde. Periodens förändringar i verkligt värde redovisas i resultaträkningen som en del av Resultat från värdepapper. Det verkliga värdet bestäms utifrån värdepapperens marknadsvärde. För i princip samtliga av Svolders värdepapper finns en noterad kurs som grund för marknadsvärderingen. Fastställandet av marknadsvärdet för onoterade innehav sker till senaste externa emission, senaste kända försäljning av aktier till extern part eller, om sådana transaktioner ej genomförts efter Svolders investering, till bedömt marknadsvärde.

Tillgångar och skulder i utländsk valuta värderas till balansdagens kurser.

### Intäkter

Svolder redovisar mottagen utdelning på avskiljningsdagen. 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.

I de fall då Svolder lånar ut aktier periodiseras avtalad ersättning över aktielånets löptid. Ersättningen redovisas i resultaträkningen som Övrig rörelseintäkt.

### 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 de facto 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. Från och med taxeringen 2003 får även investmentföretag utnyttja uppkomna skattemässiga underskott.

Mot bakgrund av dessa skatteregler och Svolders utdelningspolicy bör Svolder redovisa en effektiv skattesats som uppgår till noll. Av samma anledning redovisas ingen uppskjuten skatt hänförlig till temporära skillnader. Det nybildade dotterbolaget Svolder Service AB är ett i skattehänseende rörelsedrivande och därmed traditionellt beskattat företag, men redovisar i år inget beskattningsbart resultat.

### Pensioner

Svolders pensionsplaner är helt avgiftsbestämda, vilket innebär att företaget har en förpliktelse att betala in en avgift för varje period och att det efter periodens betalning ej finns några ytterligare förpliktelser för denna period. För dessa avgiftsbestämda planer krävs det sålunda inga aktuariella antaganden för att beräkna förpliktelser då det inte föreligger några framtida åtaganden.

### Kommande redovisningsprinciper

Från och med räkenskapsåret 2004/2005 träder Redovisningsrådets rekommendation RR 29 Ersättningar till anställda i kraft. Denna rekommendation bedöms ej få några väsentliga effekter på Svolders räkenskaper.

## NOTER

### Värdering till verkligt värde

Om ej annat anges avser nedanstående noter såväl koncernen som moderbolaget.

Not 1 **Ersättning till styrelseledamöter och VD**  
Se not 1 (ÅRL) sidan 53.

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

Not 3 **Pensioner**  
Se not 3 (ÅRL) sidan 53.

Not 4 **Upplysningar om närstående**  
Se not 4 (ÅRL) sidan 54.

Not 5 **Förvaltningskostnader**  
Se not 5 (ÅRL) sidan 54.

Not 6 **Anställda och personalkostnader**  
Se not 6 (ÅRL) sidan 54.

Not 7 **Räntetäkter och liknande resultatposter**  
Se not 7 (ÅRL) sidan 55.

Not 8 **Räntekostnader och liknande resultatposter**  
Se not 8 (ÅRL) sidan 55.

Not 9 **Skatt**  
Se not 9 (ÅRL) sidan 55.

Not 10	<b>Resultat per aktie (SEK)</b>	<b>2003/2004</b>	<b>2002/2003</b>
		5,30	0,40

Beräknat utifrån 12 800 000 utestående aktier. Inga optionsprogram eller liknande finns som kan föranleda en utspädning av resultatet per aktie.

Not 11 **Materiella anläggningstillgångar**  
Se not 11 (ÅRL) sidan 55.

Not 12 **Aktier i dotterbolag**  
Se not 12 (ÅRL) sidan 55.

Not 13 **Värdepappersportföljen**  
Se sidan 47.

Not 14 **Förväntade återvinningstider**  
Se sidan 47.

Not 15 **Eget kapital**  
Se not 15 (ÅRL) sidan 57.

Not 16 **Ställda säkerheter**  
Se not 16 (ÅRL) sidan 58.

Not 17 **Risker och riskhantering**  
Se not 17 (ÅRL) sidan 58.



Not 13 **Värdepappersportföljen**  
 Per 2004-08-31

	Antal (st)	Börskurs (SEK)	Verkligt värde (kSEK) <sup>1)</sup>
AcandoFrontec B	3 072 000	5,35	16 435
Alfa Laval	200 900	106,00	21 295
Axis	1 000 000	12,60	12 600
Beijer Alma B	520 000	109,50	56 940
Beijer Electronics	744 600	66,50	49 516
Besthand Holding P	6 672 270	1,15	7 673
Besthand, konv. lån, nom. <sup>2)</sup>		144%	1 725
Biacore	101 000	89,25	9 014
Billerud	60 000	116,50	6 990
Carnegie	290 000	66,50	19 285
Eniro	460 000	56,75	26 105
Getinge B	298 000	83,25	24 809
Haldex	200 000	104,00	20 800
Micronic	260 000	53,00	13 780
Nolato B	650 000	48,30	31 395
Observer	792 000	24,40	19 325
Orc Software	300 000	63,75	19 125
Peab B	150 000	49,60	7 440
ProfilGruppen B	431 200	59,75	25 764
Saab B	206 500	106,00	21 889
Scribona B	1 255 000	12,30	15 437
SSAB A	135 000	131,50	17 753
SwitchCore	3 300 000	2,85	9 405
Telelogic	2 400 000	12,60	30 240
Trelleborg B	380 000	112,50	42 750
XPonCard	291 800	133,00	38 809
<b>Totalt portföljvärde</b>			<b>566 299</b>

Anskaffningsvärde värdepappersportfölj 633 237

Orealiserad värdeförändring -66 938

**Redovisat värde värdepappersportfölj 566 299**
<sup>1)</sup> Vid beräkning av verkligt värde har senaste betalkurs för värdepapperen per balansdagen använts.

Om betalkurs saknas har värdepapperens köpkurs per balansdagen använts.

<sup>2)</sup> Konvertibelt förlagsbevis 2003/2005 i Besthand Holding AB om nominellt 1 200 kSEK, räntesats 1 procent samt konverteringskurs om 0,80 SEK (senast 2005-06-30), vilket efter eventuell konvertering motsvarar 1 500 000 P-aktier.

 Not 14 **Förväntade återvinningstider**  
 Per 2004-08-31 (kSEK)

Belopp som förväntas återvinnas (koncernen)	Inom 12 månader	Efter 12 månader	Efter fem år	Total
<b>Tillgångar</b>				
Materiella anläggningstillgångar <sup>1)</sup>	84	175	-	259
Värdepappersinnehav <sup>2)</sup>	283 150	283 149	-	566 299
Oregl. likvider för sålda värdepapper	-	-	-	-
Förutb. kostnader och uppl. intäkter	346	-	-	346
Kassa och bank	3 155	-	-	3 155
<b>Summa tillgångar</b>	<b>286 735</b>	<b>283 324</b>	<b>-</b>	<b>570 058</b>
<b>Skulder</b>				
Oregl. likvider för köpta värdepapper	-	-	-	-
Upplupna kostnader	2 661	-	-	2 661
Övriga kortfristiga skulder	145	-	-	145
<b>Summa skulder</b>	<b>2 806</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2 806</b>

<sup>1)</sup> Avser beräknade avskrivningar för inventarier.

<sup>2)</sup> Beräknat utifrån ett snitt av portföljens omsättningshastighet de tre senaste verksamhetsåren.

# REVISORSYTTRANDE

Yttrande på uppdrag av styrelsen i Svolder AB (publ)

Vi har granskat redovisningen som utgörs av sidorna 42–47 för Svolder AB (publ) räkenskapsåret 2003-09-01–2004-08-31. Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna. Vårt ansvar är att uttala oss om redovisningen på grundval av vår revision.

Revisionen har utförts i enlighet med god revisionssed i Sverige. Det innebär att vi planerat och genomfört revisionen för att i rimlig grad försäkra oss om att redovisningen inte innehåller väsentliga fel. En revision innefattar att granska ett urval av underlagen för belopp och annan information i räkenskapshandlingarna. I en revision ingår också att pröva redovisningsprinciperna och styrelsens och verkställande direktörens tillämpning av dem samt att bedöma den samlade informationen i redovisningen.

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

Enligt vår uppfattning ger redovisningen en rättvisande bild av moderbolagets och koncernens resultat och ställning i enlighet med de redovisningsprinciper som presenteras på sidorna 44–45.

Stockholm den 18 oktober 2004

KPMG BOHLINS AB

GEORGE PETTERSSON  
*Auktoriserad revisor*

HELENE WILLBERG  
*Auktoriserad revisor*

# RESULTATRÄKNINGAR (ÅRL)

(kSEK)	Not	KONCERNEN	MODERBOLAGET	
		2003/2004	2003/2004	2002/2003
<b>Resultat från värdepappersförvaltning</b>				
Utdelningar		13 001	13 001	8 988
Resultat från värdepapper		50 568	50 568	-19 514
Övriga rörelseintäkter		-	-	-
<b>Resultat från värdepappersförvaltning</b>		<b>63 569</b>	<b>63 569</b>	<b>-10 526</b>
Förvaltningskostnader	1,2,3,4,5,6	-12 658	-12 658	-12 396
<b>Rörelseresultat</b>		<b>50 911</b>	<b>50 911</b>	<b>-22 922</b>
<b>Finansiella intäkter och kostnader</b>				
Ränteintäkter och liknande resultatposter	7	521	521	786
Räntekostnader och liknande resultatposter	8	-29	-29	-27
<b>Resultat efter finansiella poster</b>		<b>51 403</b>	<b>51 403</b>	<b>-22 163</b>
Skatt	9	-	-	-
<b>Årets resultat</b>		<b>51 403</b>	<b>51 403</b>	<b>-22 163</b>
Resultat per aktie (SEK)	10	4,00	4,00	-1,70

# KASSAFLÖDESANALYSER (ÅRL)

(kSEK)	KONCERNEN	MODERBOLAGET	
	2003/2004	2003/2004	2002/2003
<b>Den löpande verksamheten</b>			
Utdelningar	13 001	13 001	8 988
Övriga rörelseintäkter	-	-	-
Förvaltningskostnader	-12 658	-12 658	-12 396
<b>Rörelseresultat</b>	<b>343</b>	<b>343</b>	<b>-3 408</b>
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet	1 012	1 012	101
Erhållen ränta	712	712	1 392
Betald ränta	-29	-29	-27
Betald inkomstskatt	-	-	-
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapitalet</b>	<b>2 038</b>	<b>2 038</b>	<b>-1 942</b>
<b>Förändringar av rörelsekapitalet</b>			
Ökning (+)/minskning (-) av kortfristiga skulder	53	63	-194
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>2 091</b>	<b>2 101</b>	<b>-2 136</b>
<b>Investeringsverksamheten</b>			
Köp av värdepapper	-333 361	-333 461	-171 800
Försäljning av värdepapper	326 589	326 589	206 308
Investeringar i maskiner och inventarier	-31	-31	-37
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-6 803</b>	<b>-6 903</b>	<b>34 471</b>
<b>Finansieringsverksamheten</b>			
Utbetald utdelning	-28 800	-28 800	-28 800
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>-28 800</b>	<b>-28 800</b>	<b>-28 800</b>
Ökning (+)/minskning (-) av likvida medel	-33 512	-33 602	3 535
Likvida medel vid årets början	36 667	36 667	33 132
<b>Likvida medel vid årets slut</b>	<b>3 155</b>	<b>3 065</b>	<b>36 667</b>

## BALANSRÄKNINGAR (ÅRL)

(KSEK)	Not	KONCERNEN	MODERBOLAGET	
		2004-08-31	2004-08-31	2003-08-31
<b>TILLGÅNGAR</b>				
<b>Anläggningstillgångar</b>				
<i>Materiella anläggningstillgångar</i>				
Inventarier	11	259	259	333
<i>Finansiella anläggningstillgångar</i>				
Aktier i dotterbolag	12	-	100	-
Värdepappersinnehav	13	522 500	522 500	464 406
<b>Summa anläggningstillgångar</b>		<b>522 759</b>	<b>522 859</b>	<b>464 739</b>
<b>Omsättningstillgångar</b>				
Oreglerade likvider för sålda värdepapper		-	-	3 785
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter		346	346	632
Kassa och bank		3 155	3 065	36 667
<b>Summa omsättningstillgångar</b>		<b>3 501</b>	<b>3 411</b>	<b>41 084</b>
<b>Summa tillgångar</b>	13,14,17	<b>526 260</b>	<b>526 270</b>	<b>505 823</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>				
<b>Eget kapital</b>				
<i>Bundet eget kapital</i>				
Aktiekapital		128 000	128 000	128 000
Bundna reserver/Reservfond		192 000	192 000	192 000
<b>Summa bundet eget kapital</b>		<b>320 000</b>	<b>320 000</b>	<b>320 000</b>
<i>Fritt eget kapital</i>				
Fria reserver/Balanserad vinst		152 051	152 051	203 014
Årets resultat		51 403	51 403	-22 163
<b>Summa fritt eget kapital</b>		<b>203 454</b>	<b>203 454</b>	<b>180 051</b>
<b>Summa eget kapital</b>	15	<b>523 454</b>	<b>523 454</b>	<b>500 851</b>
<b>Kortfristiga skulder</b>				
Oreglerade likvider för köpta värdepapper		-	-	3 032
Upplupna kostnader		2 661	2 661	1 848
Kortfristiga skulder koncernföretag		-	10	-
Övriga kortfristiga skulder		145	145	92
<b>Summa kortfristiga skulder</b>		<b>2 806</b>	<b>2 816</b>	<b>4 972</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	13,14,17	<b>526 260</b>	<b>526 270</b>	<b>505 823</b>
Ställda säkerheter	16	130 508	130 508	34 160
Ansvarsförbindelser		-	-	-

# FÖRÄNDRING AV EGET KAPITAL (ÅRL)

KONCERNEN (kSEK)	Aktie- kapital	Bundna reserver	Fria reserver	Totalt
Utgående balans 2003-08-31	128 000	192 000	180 851	500 851
Utdelning	-	-	-28 800	-28 800
Årets resultat	-	-	51 403	51 403
<b>Eget kapital 2004-08-31</b>	<b>128 000</b>	<b>192 000</b>	<b>203 454</b>	<b>523 454</b>

MODERBOLAGET (kSEK)	Aktie- kapital	Reserv- fond	Fritt eget kapital	Totalt
Utgående balans 2002-08-31	128 000	192 000	231 813	551 813
Utdelning	-	-	-28 800	-28 800
Årets resultat	-	-	-22 163	-22 163
<b>Eget kapital 2003-08-31</b>	<b>128 000</b>	<b>192 000</b>	<b>180 851</b>	<b>500 851</b>
Utdelning	-	-	-28 800	-28 800
Årets resultat	-	-	51 403	51 403
<b>Eget kapital 2004-08-31</b>	<b>128 000</b>	<b>192 000</b>	<b>203 454</b>	<b>523 454</b>

## BOKSLUTSKOMMENTARER (ÅRL)

### Nya redovisningsprinciper

Med verkan från räkenskapsåret 2003/2004 har ett antal nya rekommendationer från Redovisningsrådet trätt i kraft. Dessa är RR 2:02 Varulager, RR 22 Utformning av finansiella rapporter, RR 24 Förvaltningsfastigheter, RR 25 Rapportering för segment – rörelsegrenar och geografiska områden, RR 26 Händelser efter balansdagen, RR 27 Finansiella instrument: Upplysningar och klassificering samt RR 28 Statliga stöd. Ingen av de nya rekommendationerna har medfört någon påverkan på moderbolagets eller koncernens resultat och ställning. Tillämpningen av RR 22 och RR 27 har inneburit att en sammanställning över förändringar i eget kapital tillkommit bland företagets räkningar (RR 22) samt att mer upplysningar lämnas i förvaltningsberättelsen och notapparaten (RR 22 och RR 27). Då hela verksamheten bedrivs i Sverige samt är utsatt för samma typer av risker och möjligheter sker ingen segmentsredovisning i enlighet med RR 25.

### Redovisningsprinciper

Årsredovisningen har upprättats i enlighet med årsredovisningslagen. En redovisning som värderar företagets värdepappersportfölj till verkligt värde, återfinns på sidorna 42–47.

Företaget följer Redovisningsrådets rekommendationer och uttalanden från Redovisningsrådets Akutgrupp.

### Koncernredovisning

Då Svolder under räkenskapsåret förvärvat samtliga aktier i Svolder Service AB innehar Svolder för första gången ett dotterbolag. Detta innebär att moderbolaget Svolder utöver tidigare redovisning även måste presentera en koncernredovisning. Då något koncernförhållande tidigare inte förelegat saknas jämförelsesiffror till koncernredovisningen.

Koncernredovisningen har upprättats enligt Redovisningsrådets rekommendation RR 1:00 Koncernredovisning. Dotterbolaget Svolder Service AB redovisas enligt förvärvsmetoden. Förvärvsmetoden innebär att ett förvärv av dotterbolag betraktas som en transaktion varigenom moderbolaget indirekt förvärvar dotterbolagets tillgångar och övertar dess skulder. Från och med förvärvstidpunkten inkluderas i koncernredovisningen det förvärvade företagets intäkter och kostnader, identifierbara tillgångar och skulder liksom eventuell uppkommen goodwill eller negativ goodwill.

### Intressebolag

Med intressebolag avses företag i vilka moderbolaget har ett långsiktigt ägarintresse samt där det föreligger ett betydande inflytande. Ett betydande inflytande uppstår normalt vid innehav av mer än 20 procent av rösterna. Intressebolag redovisas i koncernredovisningen enligt kapitalandelsmetoden, vilket innebär att vid anskaffningstillfället redovisas aktieandelarna till anskaffningsvärde och därefter justeras det bokförda värdet med ägarens andel av förändringen i intressebolagets nettotillgångar. Inget av Svolders värdepappersinnehav är för närvarande förknippat med något betydande inflytande.

### 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 verkligt värde 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 verkligt värde 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. Det verkliga värdet bestäms utifrån värdepapperens marknadsvärde. För i princip samtliga av Svolders värdepapper finns en noterad kurs som grund för marknadsvärderingen. Fastställandet av marknadsvärdet för onoterade innehav sker till senaste externa emission, senaste kända försäljning av aktier till extern part eller, om sådana transaktioner ej genomförts efter Svolders investering, till bedömt marknadsvärde.

Tillgångar och skulder i utländsk valuta värderas till balansdagens kurser.

### Intäkter

Svolder redovisar mottagen utdelning på avskiljningsdagen. 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.

I de fall då Svolder lånar ut aktier periodiseras avtalad ersättning över aktielånets löptid. Ersättningen redovisas i resultaträkningen som Övrig rörelseintäkt.

### 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 de facto 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. Från och med taxeringen 2003 får även investmentföretag utnyttja uppkomna skattemässiga underskott.

Mot bakgrund av dessa skatteregler och Svolders utdelningspolicy bör Svolder redovisa en effektiv skattesats som uppgår till noll. Av samma anledning redovisas ingen uppskjuten skatt hänförlig till temporära skillnader. Det nybildade dotterbolaget Svolder Service AB är ett i skatte-

hänseende rörelsedrivande och därmed traditionellt beskattat företag, men redovisar i år inget beskattningsbart resultat.

### Pensioner

Svolders pensionsplaner är helt avgiftsbestämda, vilket innebär att företaget har en förpliktelse att betala in en avgift för varje period och att det efter periodens betalning ej finns några ytterligare förpliktelser för denna period. För dessa avgiftsbestämda planer krävs det sålunda inga aktuariella antaganden för att beräkna förpliktelser då det inte föreligger några framtida åtaganden.

### Kommande redovisningsprinciper

Från och med räkenskapsår som inleds efter 2004-01-01 ger årsredovisningslagen svenska bolag och koncerner möjlighet att värdera finansiella instrument till verkligt värde. För Svolders del innebär detta att möjligheten kan utnyttjas från och med nästa räkenskapsår (2004/2005). Möjligheten omfattar merparten av de finansiella instrument där det direkt eller indirekt går att åsätta instrumentet ett marknadsvärde. Möjligheten är dock förknippad med vissa undantag, som exempelvis finansiella instrument som hålls till förfall, lånefordringar och andelar i dotter- och intressebolag där tidigare värderingsprinciper ska fortsätta tillämpas. Förändringar i de finansiella instrumentens verkliga värden kommer att redovisas i resultaträkningen. Svolder kommer att utnyttja denna möjlighet då den anses ge en bättre redovisning av företagets verksamhet i och med att både realiserade och orealiserade värdeförändringar kommer att framgå av resultaträkningen. Genom tillämpning av denna princip uppnås en tydligare koppling mellan företagets resultat- och substansvärdeutveckling. Möjligheten att tillämpa ovan nämnda princip är en anpassning till de internationella redovisningsstandarder som går under benämningen IAS/IFRS, vilka från och med 2005-01-01 blir obligatoriska i koncernredovisningen för alla inom EU noterade företag. Svolder har i de tre senaste årsredovisningarna (inklusive denna) lämnat information motsvarande en tillämpning av den kommande redovisningsprincipen.

Från och med räkenskapsåret 2004/2005 träder Redovisningsrådets rekommendation RR 29 Ersättningar till anställda i kraft. Denna rekommendation bedöms ej få några väsentliga effekter på Svolders räkenskaper.



## NOTER ÅRL

Om ej annat anges avser nedanstående noter såväl koncernen som moderbolaget.

### Not 1 Ersättning till styrelseledamöter och VD

Till styrelsens ledamöter har, i enlighet med bolagsstämmbeslut, 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 150 (175) 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 1500 kSEK samt därutöver en rörlig del (bonus) inom ramen för bolagets incitamentsprogram, se not 2, som under verksamhetsåret uppgick till 150 (0) kSEK. VDs samlade ersättning från bolaget har under verksamhetsåret varit 1487 (1537) kSEK, jämte premier för tjänstepension enligt Svolders pensionsplan.

Till ovanstående arvoden och ersättningar tillkommer sociala kostnader.

### Not 2 Incitamentsprogram

Svolders styrelse har vid räkenskapsårets inledning lämnat ett erbjudande till flertalet av Svolders anställda att medverka i ett sk incitamentsprogram som avser perioden 2003-09-01-2006-08-31. Bedömningar och beräkningar görs årsvis.

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, särskilda prestationer ägnade att skapa värden för bolagets aktieägare. Detta omfattar bland annat aktiemarknadens värdering av bolagets förmögenhetsvärde 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, för närvarande CSX.

Bonus fördelas på anställd personal av styrelsen efter förslag från en ersättningskommitté bestående av styrelsens ordförande, verkställande direktören och en representant för den kapitalmässigt största aktieägaren. Under räkenskapsåret har ersättningskommittén bestått av MatsOla Palm, Ulf Hedlundh och Håkan Bohlin. Verkställande direktören har inte berett frågor kring sin egen ersättning. Två möten hölls under verksamhetsåret.

För att prestationsbidrag skall utgå krävs att substansvärdet, justerat för lämnad aktieutdelning mm, under aktuellt räkenskapsår vuxit med minst fem procent. Prestations- och värderingsbidrag kan tillsammans årligen uppgå till maximalt 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 anställda vanligtvis rätt till upparbetad bonus.

För verksamhetsåret har en reservering gjorts avseende bonus, inklusive sociala kostnader, om 530 (0) kSEK.

### Not 3 Pensioner

Svolder tillämpar en pensionsplan som innebär att tillsvidareanställda, samt den verkställande direktören, från 28 års ålder har rätt till tjänstepensionsförsäkring. Denna är premiebaserad, där premiens storlek avgörs av den anställdes ålder och fasta lön. Inbetalningarna görs till olika fondförsäkringsbolag. Ersättningar från incitamentsprogram är ej pensionsgrundande. Pensionsålder är 65 år för såväl VD som övriga anställda.

Följande utdrag ur pensionsplanen visar den andel av årslönen inom respektive löneintervall som årligen inbetalas som pensionspremie. Prisbasbeloppet (bb) för 2004 utgör 39,3 kSEK.

Ålder	Under 7,5 bb	Fast årslön 7,5–20 bb	Över 20 bb
30	6%	23%	14%
40	6%	30%	17%
50	7%	34%	18%
60	9%	38%	23%

Not 4 **Upplysningar om närstående**

De relationer som för Svolder omfattas av upplysningskravet är Svolders ägare, styrelseledamöter, verkställande direktör och övriga ledande befattningshavare.

Utöver utdelning enligt beslut på ordinarie bolagsstämma samt ersättningar omnämnda i noterna 1 till och med 3 har inga transaktioner med ovanstående parter genomförts.

(kSEK)	2003/2004	2002/2003
<b>Not 5 Förvaltningskostnader</b>		
Personalkostnader (inkl. styrelsearvode)	7 151	6 743
Övriga förvaltningskostnader	5 403	5 550
Avskrivningar	104	103
	<b>12 658</b>	<b>12 396</b>

Kostnader för KPMG Bohlins ABs lagstadgade revisionstjänster 2003/2004 har varit 175 (190) kSEK och därutöver 62 (88) kSEK avseende rådgivning i skatte- och redovisningsfrågor.

**Kostnader för operationella leasingavtal**

Lokaler	1 038	1 009
---------	-------	-------

**Avtalade framtida utgifter**

	Inom ett år	Mellan ett och fem år
Lokaler	1 033	1 094

(kSEK)	2003/2004	2002/2003
<b>Not 6 Anställda och personalkostnader</b>		
Medeltalet anställda under verksamhetsåret	5	6
Varav kvinnor	1	2
Antal anställda vid verksamhetsårets slut	5	6
Varav kvinnor	1	2
<i>Löner och andra arvoden</i>		
Styrelse	510	510
Verkställande direktör	1 487	1 537
Övriga anställda	2 201	2 394
<i>Incitamentsprogram</i>		
Verkställande direktör	150	-
Övriga anställda	249	-
<i>Sociala kostnader</i>		
Styrelse	167	167
Verkställande direktör	535	504
Övriga anställda	764	740
<i>Pensionskostnader</i>		
Verkställande direktör	406	283
Övriga anställda	568	542
Övriga personalkostnader	114	66
	<b>7 151</b>	<b>6 743</b>

	(kSEK)	2003/2004	2002/2003
Not 7	<b>Ränteintäkter och liknande resultatposter</b>		
	Ränteintäkter bank	521	786
		<b>521</b>	<b>786</b>

Not 8	<b>Räntekostnader och liknande resultatposter</b>		
	Bankkostnader	-29	-27
		<b>-29</b>	<b>-27</b>

Not 9 **Skatt**  
 Bolaget har outnyttjade ackumulerade underskottsavdrag om preliminärt 40 MSEK. Dessa har uppkommit genom att bolaget utbetalat aktieutdelning överstigande nettot av schablonintäkt, mottagna utdelningar, räntenetto och förvaltningskostnader. Underskottsavdragen har inte åsatts något värde i balansräkningen, då skattereglerna för investmentbolag begränsar huruvida avdragen kan komma att kunna utnyttjas.

Not 10	<b>Resultat per aktie (SEK)</b>	2003/2004	2002/2003
		<b>4,00</b>	<b>-1,70</b>

Beräknat utifrån 12 800 000 utestående aktier. Inga optionsprogram eller liknande finns som kan föranleda en utspädning av resultatet per aktie.

Not 11	<b>Materiella anläggningstillgångar</b>	2004-08-31	2003-08-31
	<i>Maskiner och inventarier</i>		
	(kSEK)		
	Ingående anskaffningsvärden	1 292	1 255
	Inköp	31	37
	<b>Akkumulerade anskaffningsvärden</b>	<b>1 323</b>	<b>1 292</b>
	Ingående avskrivningar	-960	-857
	Årets avskrivning	-104	-103
	<b>Akkumulerade avskrivningar enligt plan</b>	<b>-1 064</b>	<b>-960</b>
	<b>Redovisat värde vid årets slut</b>	<b>259</b>	<b>333</b>

Not 12	<b>Aktier i dotterbolag</b>	2004-08-31	2003-08-31
	<b>Moderbolaget</b>		
	(kSEK)		
	Ingående anskaffningsvärden	-	-
	Inköp	100	-
	<b>Akkumulerade anskaffningsvärden</b>	<b>100</b>	<b>-</b>
	<b>Bokfört värde vid årets slut</b>	<b>100</b>	<b>-</b>

Dotterbolag	Org nr	Säte	Antal andelar	Kapitalandel, %	Röstandel, %	Bokfört värde
Svolder Service AB	556660-9599	Stockholm	1 000	100	100	100

Moderbolaget har under verksamhetsåret köpt ett så kallat standardbolag, vilket efter förvärvet namnändrats till Svolder Service AB.

Not 13 Värdepappersportföljen

Per 2004-08-31 kSEK	Antal (st)	Bokfört värde/aktie (SEK)	Bokfört värde	Börskurs (SEK)	Verkligt värde <sup>1)</sup>
AcandoFrontec B	3 072 000	5,35	16 435	5,35	16 435
Alfa Laval	200 900	102,89	20 671	106,00	21 295
Axis	1 000 000	12,60	12 600	12,60	12 600
Beijer Alma B	520 000	92,08	47 882	109,50	56 940
Beijer Electronics	744 600	63,31	47 138	66,50	49 516
Besthand Holding P	6 672 770	1,23	8 198	1,23	8 198
Besthand, konv. lån, nom. <sup>2)</sup>		100%	1 200	100%	1 200
Biacore	101 000	89,25	9 014	89,25	9 014
Billerud	60 000	116,50	6 990	116,50	6 990
Carnegie	290 000	66,50	19 285	66,50	19 285
Eniro	460 000	56,75	26 105	56,75	26 105
Getinge B	298 000	80,70	24 050	83,25	24 809
Haldex	200 000	99,43	19 885	104,00	20 800
Micronic	260 000	53,00	13 780	53,00	13 780
Nolato B	650 000	48,30	31 395	48,30	31 395
Observer	792 000	24,40	19 325	24,40	19 325
Orc Software	300 000	63,75	19 125	63,75	19 125
Peab B	150 000	44,85	6 728	49,60	7 440
ProfilGruppen B	431 000	53,39	23 022	59,75	25 764
Saab B	206 500	103,51	21 375	106,00	21 889
Scribona B	1 255 000	12,30	15 437	12,30	15 437
SSAB A	135 000	130,15	17 570	131,50	17 753
SwitchCore	3 300 000	2,19	7 232	2,85	9 405
Telelogic	2 400 000	9,88	23 723	12,60	30 240
Trelleborg B	380 000	88,75	33 724	112,50	42 750
XPonCard	291 800	104,90	30 611	133,00	38 809
<b>Summa</b>			<b>522 500</b>		<b>566 299</b>
Anskaffningsvärde värdepappersportfölj			633 237		
Ingående nedskrivningar/reverseringar			-244 036		
Årets nedskrivningar/reverseringar			133 299		
<b>Utgående bokfört värde värdepappersportfölj</b>			<b>522 500</b>		

<sup>1)</sup> Vid beräkning av verkligt värde har senaste betalkurs för värdepapperen per balansdagen använts. Om betalkurs saknas har värdepapperens köpkurs per balansdagen använts.

<sup>2)</sup> Konvertibelt förlagsbevis 2003/2005 i Besthand Holding AB om nominellt 1 200 kSEK, räntesats 1 procent samt konverteringskurs om 0,80 SEK (senast 2005-06-30), vilket efter eventuell konvertering motsvarar 1 500 000 P-aktier.

Koncernens tillgångar och skulder per 2004-08-31 värderade till verkligt värde

kSEK	Verkligt värde	Bokfört värde	Över/under- värden
Koncernens värdepappersportfölj	566 299	522 500	43 799
Kassa och bank	3 155	3 155	-
Övriga tillgångar	605	605	-
Skulder och avsättningar	-2 806	-2 806	-
<b>Substansvärde/eget kapital</b>	<b>567 252</b>	<b>523 454</b>	<b>43 799</b>

Moderbolagets tillgångar och skulder per 2004-08-31 värderade till verkligt värde

kSEK	Verkligt värde	Bokfört värde	Över/under- värden
Aktier i dotterbolag	100	100	-
Moderbolagets värdepappersportfölj	566 299	522 500	43 799
Kassa och bank	3 065	3 065	-
Övriga tillgångar	605	605	-
Skulder och avsättningar	-2 816	-2 816	-
<b>Substansvärde/eget kapital</b>	<b>567 252</b>	<b>523 454</b>	<b>43 799</b>

Not 14 **Förväntade återvinningstider**

Per 2004-08-31 (kSEK)

Belopp som förväntas återvinnas	Inom 12 månader	Efter 12 månader	Efter fem år	Total
<b>Tillgångar</b>				
Materiella anläggningstillgångar <sup>1)</sup>	84	175	-	259
Värdepappersinnehav <sup>2)</sup>	261 250	261 250	-	522 500
Oregl. likvider för sålda värdepapper	-	-	-	-
Förutb. kostnader och uppl. intäkter	346	-	-	346
Kassa och bank	3 155	-	-	3 155
<b>Summa tillgångar</b>	<b>264 835</b>	<b>261 425</b>	<b>-</b>	<b>526 260</b>
<b>Skulder</b>				
Oregl. likvider för köpta värdepapper	-	-	-	-
Upplupna kostnader	2 661	-	-	2 661
Övriga kortfristiga skulder	145	-	-	145
<b>Summa skulder</b>	<b>2 806</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2 806</b>

<sup>1)</sup> Avser beräknade avskrivningar för inventarier.

<sup>2)</sup> Beräknat utifrån ett snitt av portföljens omsättningshastighet de tre senaste verksamhetsåren.

Not 15 **Eget kapital**

Aktiekapitalet består av nedanstående antal aktier med ett nominellt värde av 10 SEK per aktie och har det senaste året förändrats på följande sätt:

	A-aktier (10 röster)	B-aktier (1 röst)	Aktiekapital
Vid årets ingång	731 076	12 068 924	12 800 000
Omstämplingar	-	-	-
<b>Vid årets utgång</b>	<b>731 076</b>	<b>12 068 924</b>	<b>12 800 000</b>

**Omstämpling**

Enligt Svolders bolagsordning kan A-aktieägare som önskar omvandla A- till B-aktier göra detta genom anmälan till styrelsen.

**Bundna fonder**

Bundna fonder, vilka i Svolders fall utgörs av moderbolagets reservfond, får inte minskas genom vinstutdelning.

**Reservfond**

Syftet med reservfonden är att spara en del av nettovinsten, som inte går åt för täckning av balanserad förlust.

**Fritt eget kapital**

Består av föregående års fria egna kapital efter en eventuell reservfundsavsättning och efter att eventuell vinstutdelning lämnats. Utgör tillsammans med årets resultat summa fritt eget kapital, det vill säga det belopp som finns tillgängligt för utdelning till aktieägarna.

**Fastställande**

Resultat- och balansräkningen för moderbolaget samt koncernresultat- och koncernbalansräkningen för 2003/2004 förväntas att fastställas på den ordinarie bolagsstämman 2004-11-17.

**Utdelningsförslag**

Styrelsen och verkställande direktören föreslår att till aktieägarna utdelas 2,40 (2,25) SEK per aktie. Utdelningen kommer att ianspråka fria vinstmedel i moderbolaget om 30 720 (28 800) kSEK respektive fria reserver i koncernen om 30 720 kSEK.

Not 16 **Ställda säkerheter**

Avser aktier i pantförskriften depå som säkerhet för checkkredit.

Aktie	Antal	Börskurs (SEK)	Verkligt värde, (kSEK) 2004-08-31	Verkligt värde, (kSEK) 2003-08-31
Beijer & Alma B	200 000	109,50	21 900	
Beijer Electronics	300 000	66,50	19 950	
Nolato B	400 000	48,30	19 320	
Profilgruppen B	250 000	59,75	14 938	
Saab B	50 000	106,00	5 300	
Trelleborg B	200 000	112,50	22 500	
XPonCard	200 000	133,00	26 600	
<b>Summa</b>			<b>130 508</b>	<b>34 160</b>

Ovanstående aktier kan komma att bytas ut mot andra aktieinnehav.

Not 17 **Risker och riskhantering**

De risker Svolder utsätts för är främst:

- Marknadsrisk
- Valutarisk
- Ränterisk
- Likviditets- och finansieringsrisk
- Operationell risk

**Marknadsrisk**

Marknadsrisk är risken att värdet på ett finansiellt instrument (vanligen aktier) varierar på grund av förändringar i marknadspriser. Denna risk kan antingen definieras som risken att avvika från ett börsindex eller som att aktieinnehaven faller i värde. Svolder ser i första hand till utvecklingen på marknaden för noterade svenska små och medelstora bolag, vilken brukar likställas med Carnegie Small Cap Index (CSX), men överväger i ett längre tidsperspektiv även förändringen utifrån en absolut avkastning. En riskanalys görs minst en gång per år, vilken också presenteras i bolagets tryckta årsredovisning.

Enligt Svolders placeringspolicy kan risker säkras om det bedöms lämpligt och möjligt. Svolder säkrar i regel inte marknadsrisken då:

- Det många gånger är svårt att bedöma hur en marknadsnedgång exakt påverkar värdet på innehaven
- Marknaden för olika sk derivat är starkt begränsad för små och medelstora bolags aktier
- Det kostar att säkra risker
- Risk också är förknippad med möjlighet
- Aktieägarna i ett investmentbolag i flertalet fall önskar exponering mot aktiemarknaden

**Valutarisk**

Valutarisk är risken att värdet på tillgångar och skulder varierar på grund av förändringar i valutakurser, i Svolders fall svenska kronor. Svolder placerar endast i svenska små och medelstora aktier samt har ingen belåning i utländsk valuta. Någon direkt valutarisk förekommer därmed inte, varför varje form av valutasäkring skulle innebära en oönskad valutaspekulation.

Indirekta valutarisker förekommer dock genom att flertalet portföljbolag bedriver verksamhet i eller mellan länder utanför Sverige. Bedömningar av valutaeffekternas påverkan på de enskilda innehaven görs som en del i den löpande bolagsanalysen.

**Ränterisk**

Ränterisk är risken att värdet på ett finansiellt instrument (vanligen obligationer eller växlar) varierar till följd av förändringar i marknadsräntor. Svolders likvida medel placeras genom kortfristig specialinlåning i bank eller i räntebärande värdepapper med korta löptider, i syfte att starkt begränsa ränterisken. Värdepappersportföljens



värde är också exponerat för ränteförändringar. I likhet med resonemanget kring valutarisk görs också bedömningar av ränteförändringars påverkan på de enskilda innehaven som en del i den löpande bolagsanalysen. Generellt säkras inte ränterisken i värdepappersportföljen, men undantag kan göras i speciella fall.

#### Likviditets- och finansieringsrisk

Likviditetsrisk är dels risken för att ett finansiellt instrument inte kan avyttras utan avsevärda merkostnader, dels risken för att likviditeten inte finns tillgänglig för att möta betalningsåtaganden. De olika aktieinnehaven utvärderas löpande utifrån sin omsättningsbarhet. För de noterade små och medelstora bolagen på Stockholmsbörsen varierar dess aktieomsättning, men är generellt lägre än för de största bolagens. Svolder har under de senaste åren reducerat andelen mindre likvida innehav i värdepappersportföljen, en inriktning som fortfarande är aktuell.

Svolders likviditets- och finansieringsrisk bedöms som låg. Bolaget saknar långfristiga skulder och bolagets checkräkningskredit är inte utnyttjad. Den finansiella flexibiliteten är likaså betydande då tillgångarna nästan uteslutande utgörs av marknadsnoterade aktier och banktillgodohavanden.

#### Operationell risk

Operationell risk är risken för förluster till följd av bristande interna rutiner eller system. Översyn samt uppdatering av rutiner och tekniska system görs löpande i syfte att kontinuerligt reducera denna risk. Vidare granskar bolagets revisorer de interna rutinerna och delger sin bedömning direkt till styrelsen en gång per år. Därutöver har bolaget sedan dess bildande löpande tecknat försäkring i händelse av förmögenhetsbrott.

# REVISIONSBERÄTTELSE

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

Vi har granskat årsredovisningen som utgörs av sidorna 38–41 och 49–59, koncernredovisningen och bokföringen samt styrelsens och verkställande direktörens förvaltning i Svolder AB (publ) för räkenskapsåret 2003-09-01–2004-08-31. Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna och förvaltningen. Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen, koncernredovisningen 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 och koncernredovisningen 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 och koncernredovisningen. 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 och koncernredovisningen har upprättats i enlighet med årsredovisningslagen och ger därmed en rättvisande bild av bolagets och koncernens resultat och ställning i enlighet med god redovisningssed i Sverige.

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

Stockholm den 18 oktober 2004

KPMG BOHLINS AB

GEORGE PETERSSON  
*Auktoriserad revisor*

HELENE WILLBERG  
*Auktoriserad revisor*

# STYRELSE



Stående från vänster: Ulf Hedlundh, MatsOla Palm och Mats Guldbbrand. Sittande från vänster: Håkan Bohlin, Karin Kronstam och Eric Hielte.

## MATSOOLA PALM

Askim, f 1941.  
Ingenjör.  
Ordförande.  
Invald 2000.  
Övriga styrelseuppdrag:  
Scribona AB, Svedbergs i  
Dalstorp AB, ATG, STC  
och Åby Travsällskap.  
Aktieinnehav:  
10 000 B-aktier.

## ERIC HIELTE

Göteborg, f 1948.  
Jur kand.  
Ordförande Ernström-  
gruppen AB.  
Invald 1998.  
Övriga styrelseuppdrag:  
Platzer AB, Bohusbanken  
samt Armatec AB.  
Aktieinnehav via bolag:  
974 200 B-aktier.

## ULF HEDLUNDH

Stockholm, f 1960.  
Civilekonom.  
Verkställande direktör.  
Invald 1993.  
Aktieinnehav:  
2 000 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,  
Pysslingen Förskolor  
och Skolor AB, Nordea Liv  
& Pension koncernen  
och GF Konsult AB.  
Aktieinnehav:  
3 000 B-aktier.

## MATS GULDBRAND

Stockholm, f 1945.  
Civilekonom.  
Aktiechef AMF Pension.  
Invald 1994.  
Övriga styrelseuppdrag:  
Stiftelsen Kung Gustav V:s  
80-årsfond.  
Aktieinnehav:  
8 000 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:  
4 000 A-aktier.

## REVISORER

GEORGE PETTERSSON

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

HELENE WILLBERG

Täby, f 1967.  
Auktoriserad revisor.  
KPMG Bohlins AB.  
Vald 2003.

## REVISORSSUPPLEANTER

FREDRIK WESTIN

Stockholm, f 1972.  
Auktoriserad revisor.  
KPMG Bohlins AB.  
Vald 2003.

BERNHARD ÖHRN

Tyresö, f 1943.  
Auktoriserad revisor.  
KPMG Bohlins AB.  
Vald 2003.

## MEDARBETARE



Från vänster: Magnus Molin, Ulf Hedlund, Lotta Nyblin Eriksson, Johan Forsslund och Pontus Ejderhamn.

ULF HEDLUNDH

f 1960.  
Civilekonom.  
Verkställande  
direktör/förvaltare.  
Branschansvar: Finans och  
fastighet, Industriella varor  
och tjänster, Sällanköps-  
varor och tjänster.  
Anställd 1993.<sup>1)</sup>  
Arbetat på finansmark-  
naden sedan 1983.  
Aktieinnehav:  
2 000 B-aktier.

PONTUS EJDERHAMN

f 1967.  
Gymnasieekonom.  
Administrativt  
ansvarig/förvaltare.  
Branschansvar:  
Informationsteknologi,  
Industriella tjänster.  
Anställd 1998.  
Arbetat på finansmark-  
naden sedan 1998.  
Aktieinnehav: 0 aktier.

LOTTA NYBLIN ERIKSSON

f 1965.  
Administration/sekreterare.  
Anställd 2000.  
Arbetat på finansmark-  
naden sedan 2000.  
Aktieinnehav: 0 aktier.

JOHAN FORSLUND

f 1964.  
Civilekonom, ingenjör.  
Förvaltare/IR-ansvarig.  
Branschansvar: Hälsovård,  
Informationsteknologi,  
Industrivaror.  
Anställd 2002.  
Arbetat på finansmark-  
naden sedan 1989.  
Aktieinnehav: 0 aktier.

MAGNUS MOLIN

f 1961.  
Civilekonom.  
Analysansvarig/förvaltare.  
Branschansvar: Industriella  
varor och tjänster, Material,  
Sällanköpsvaror,  
Dagligvaror.  
Anställd 1994.<sup>1)</sup>  
Arbetat på finansmark-  
naden sedan 1987.  
Aktieinnehav:  
4 000 A-aktier.

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

# 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 Bolagsverket, 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 Bolagsverket 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. Intäkts- och utgiftsräntor är skattepliktiga respektive avdragsgilla. Avdrag medges även för förvaltningsutgifter. Kapitalvinster på aktier och andra delägarätter (konvertibler i SEK, aktieoptioner mm) tas däremot inte upp till beskattning såvida delägarätten 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 motsvarande 16 procent av det högsta av marknadsvärdena på aktier (och andra delägarätter) som innehafts vid

ingången av det beskattningsår då förändringen skedde eller vid något av de fem föregående beskattningsåren. I underlaget skall inte ingå sådana delägarrätter 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 drygt 40 MSEK, motsvarande ca 3,10 SEK/aktie, förutsatt att bolagets förlustavdrag kan utnyttjas. De aktier som Svolder anskaffat före ett eventuellt karaktärsbyte skall i och med detta anses ha anskaffats för det marknadsmässiga värdet vid tidpunkten för förändringen av bolagets verksamhet. Någon avskattningsintäkt skall inte tas upp när ett investmentföretag upplöses genom likvidation. Det innebär att Svolder – om bolaget upplöses genom beslut av bolagsstämma – beskattas för schablonintäkten om 1,5 procent för den tid av räkenskapsåret bolaget ”finns kvar”, liksom för under året uppburna utdelningar och ränteutdelningar. 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 delägarrätter (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 delägarrätter. 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 delägarrätter om det finns koncernbidragsförutsättningar mellan företagen. Kapitalförlust som inte har kunnat utnyttjas under förluståret behandlas som en ny förlust följande år, osv. En kapitalvinst på näringsbetingade andelar (se ovan) är skattefri medan en förlust på sådana andelar inte är avdragsgill. För motsvarande kapitalvinst och kapitalförlust som uppkommer i handelsbolag gäller särskilda regler.

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



# DEFINITIONER

**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 20000 MSEK (oktober 2004). Sedan 2004-01-01 har tidigare Mid Cap Index integrerats i CSX. Historiska värden för CSX har omräknats efter den nya definitionen.

**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 oreglerade 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 oreglerade likvider. Anger bolagets finansiella ställning.

**Stockholmsbörsens SX-index** – Ett värdeviktat index som innehåller samtliga bolag på Stockholmsbörsens A- och O-listor. Underbranscher klassificeras enligt Global Industry Classification Standard (GICS).

**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.

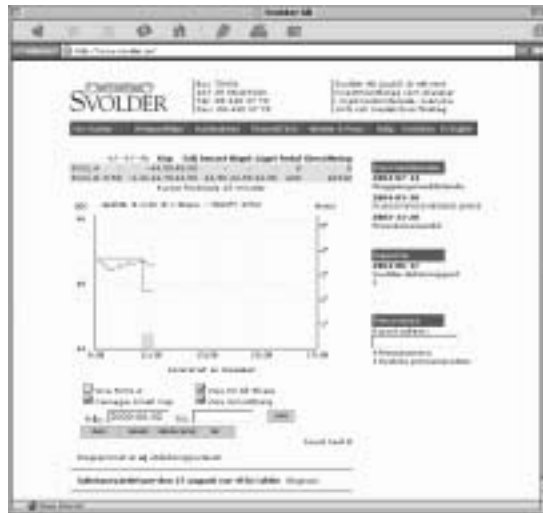
**Utdelning** – Styrelsens förslag till bolagsstämman 2004 för verksamhetsåret 2003/2004, samt beslutad utdelning för övriga år.

**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.

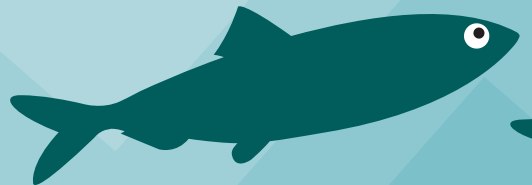




[www.svolder.se](http://www.svolder.se)

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.
- Finansiella rapporter att ta hem via datorn eller beställa som trycksak.
- Aktieportföljen enligt den senaste delårsrapporten och därefter offentliggjorda portföljförändringar.



  
SVOLDER

SVOLDER AB (publ)

Org nr 556469-2019

Birger Jarlsgatan 13 · Box 70431 · 107 25 Stockholm

Telefon 08-440 37 70 · Fax 08-440 37 78

[www.svolder.se](http://www.svolder.se)