

ÅRSREDOVISNING

1992000


SVOLDER



SVOLDER

Svolder är platsen för det sjöslag år 1000
då Sven Tveskägg och Olof Skötkonung
besegrade den norske kungen Olav Tryggvason.
Dess läge är omtvistat men är sannolikt
i närheten av ön Ven i Öresund.

SVOLDER ÅRSREDOVISNING

Bolagsstämma, ekonomisk information	4
Året i korthet	5
VD har ordet	6
Svolderaktien	8
Portföljpolitik	11
Aktieportföljen	12
– Analys av värdetillväxten	14
– Portföljförändringar	20
– Portföljuppställning	23
– Portföljinriktning 2000/01	24
Riskanalys	28
Frivillig likvidation och skatteregler	30
Bolagspresentationer	32
Förvaltningsberättelse	39
Resultaträkning och kassaflödesanalys	42
Balansräkning	43
Bokslutskommentarer	44
Revisionsberättelse	48
Styrelse och revisorer	49
Definitioner	50

BOLAGSSTÄMMA

Ordinarie bolagsstämma hålls onsdagen den 15 november 2000 klockan 17.00 i Finlandshuset, Snickarbacken 4 (hörnet Birger Jarlsgatan 35), Stockholm.

Deltagande

Aktieägare som önskar delta i stämman skall

- dels vara införd i eget namn i den av Värdepapperscentralen VPC AB förda aktieboken senast fredagen den 3 november 2000
- dels anmäla sitt deltagande under adress: Svolder AB, Box 70431, 107 25 Stockholm, eller per telefon 08-440 37 74 eller fax 08-440 37 78 senast klockan 16.00 fredagen den 10 november 2000. Anmälan kan även göras via hemsidan på www.svolder.se eller också via e-mail: info@svolder.se

Förvaltarregistrerade aktier

För att äga rätt att delta i bolagsstämman måste aktieägare som låtit förvaltarregistrera sina aktier tillfälligt inregistrera aktierna i eget namn hos VPC. Aktieägare som önskar sådan omregistrering måste underrätta förvaltaren om detta i god tid före den 3 november 2000.

Utdelning

Som avstämningsdag föreslås måndagen den 20 november 2000. Om bolagsstämman beslutar enligt förslaget beräknas utdelningen sändas ut genom VPCs försorg torsdagen den 23 november 2000.

EKONOMISK INFORMATION

- 15 november 2000
Ordinarie bolagsstämma
- 14 december 2000
Delårsrapport, 1 september 2000–30 november 2000
- mitten av mars 2001
Delårsrapport, 1 september 2000–28 februari 2001
- mitten av juni 2001
Delårsrapport, 1 september 2000–31 maj 2001
- slutet av september 2001
Bokslutskommuniké, 1 september 2000–31 augusti 2001
- månadsskiftet oktober–november 2001
Årsredovisning för 2000/2001

Delårsrapporterna publiceras även på engelska.

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

ÅRET I KORTHET

1 SEPTEMBER 1999–31 AUGUSTI 2000

Substansvärdet har under året ökat med 47,6 procent till 210 SEK per aktie. Samtidigt steg jämförelseindex CSX med 63,8 procent. Tillväxttalen inkluderar utdelning.

Börskursen för B-aktien steg 41,7 procent, justerat för lämnad utdelning, till 170 SEK per aktie. Den så kallade substansvärderabatten var på balansdagen 19 procent.

Styrelsen föreslår en utdelning om 11,00 SEK per aktie.

Styrelsen föreslår vidare en fondemission 1:1, varvid aktiekapital och antalet aktier kommer att fördubblas.

HÄNDELSE EFTER VERKSAMHETSÅRETS UTGÅNG

Senaste betalkurs för aktien (B) samt substansvärdet den 13 oktober var 190 SEK respektive 189 SEK. Den så kallade substansvärdepremién var därmed knappt en procent.

RESULTATUTVECKLING TRE VERKSAMHETSÅR

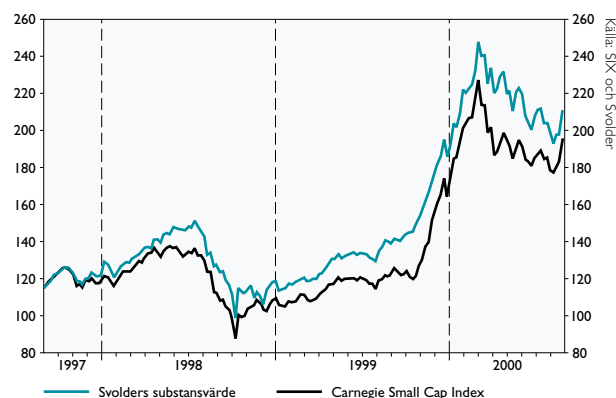
Svolders resultat åskådliggörs bäst av substansvärdets utveckling, inklusive till aktieägarna utbetald aktieutdelning. De tre senaste verksamhetsårens resultat- och värdebegrepp kan åskådliggöras på följande sätt:

	1999/2000		1998/1999		1997/1998	
	MSEK	SEK/aktie	MSEK	SEK/aktie	MSEK	SEK/aktie
Mottagen utdelning mm	30,7	4,80	30,4	4,80	23,7	3,70
Förvaltningskostnad	-9,6	-1,50	-12,8	-2,00	-18,6	-2,90
Realiserat resultat aktier	411,3	64,30	20,1	3,10	139,3	21,80
Redovisat resultat	432,4	67,60	37,7	5,90	144,4	22,60
Orealiserat resultat	-35,7	-5,60	-12,1	-1,90	-122,8	-19,20
Lämnad utdelning	54,4	8,50	54,4	8,50	54,4	8,50
Substansvärdeförändring	451,1	70,50	80,0	12,50	76,0	11,90
(ägarnas värdetillväxt)						
Substansvärde (UB)	1 345,1	210,20	948,4	148,20	922,8	144,20

VD HAR ORDET

Sju verksamhetsår har nu genomförts sedan affärsidén om ett investmentbolag för de mindre börsbolagen presenterades och genomfördes med hjälp av 1 700 privatpersoner och ett par mycket centrala institutionella placerare. De 320 MSEK i förvaltningskapital som anförtroddes Svolders ledning och styrelse har under goda marknadsbetingelser vuxit till över 1 300 MSEK. Om bolagsstämman beslutar att följa styrelsens utdelningsförslag kommer 325 MSEK att ha lämnats i utdelning för dessa sju verksamhetsår, samtidigt som förvaltningskapitalet har fyrfaldigats. Därigenom har mervärden för aktieägarna skapats under dessa år. Tyvärr gäller inte det för det nyligen genomförda verksamhetsåret. Detta förklaras delvis av tekniska faktorer som att CSX omvikts endast kvartalsvis, men också av ett inte så framgångsrikt aktieurval.

SUBSTANSVÄRDE OCH CSX¹⁾



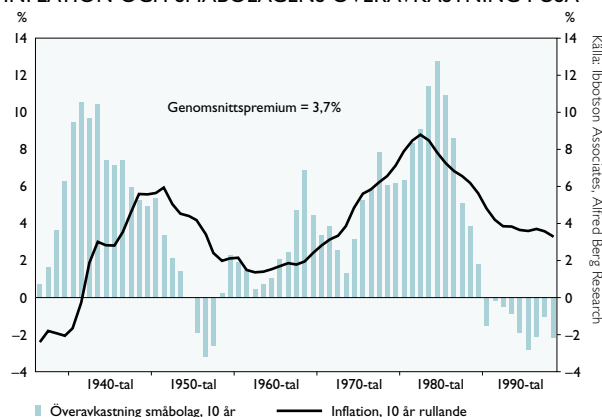
¹⁾ Justerat för faktisk och beräknad utdelning.

I februari började andelen tillväxtaktier i aktieportföljen att utökas för att vid verksamhetsårets slut vara normalviktad i förhållande till CSX. De enskilda aktieurvalen inom tillväxtbranscherna telekom, media och teknologi – TMT – har ofta gjorts utifrån relativvärdering inom respektive delbransch. På sådant sätt har portföljen slupit de största kursbesvikelserna. Men då prissättningen av tillväxtaktier ("growth") ofta skiljer sig från den för övriga företag ("value") har faktorer som vinstmomentum, företagsledningens framtoning, allmän marknadsföring och investerarnas kapitalflöden haft särskilt stor betydelse, något som inte alltid har gynnat Svolders aktieurval. Aktieinnehav som exempelvis Frontec och AcadeMedia har, efter en fantastisk kursutveckling under verksamhetsårets första sex månader, halverats från toppnivåerna. Trots denna utveckling är det just Frontec som har bidragit mest till Svolders substansvärdetillväxt. Generellt kan dock sägas att andelen IT-företag i aktieportföljen var för låg under verksamhetsårets sex första månader, och när den höjdes var det för sent. Dessutom borde andelen fastighets- och investmentbolag varit större under den senare delen av räkenskapsåret.

Den goda absoluta värdetillväxten är i alla fall glädjande. Vad som likaså är positivt är att de små bolagens aktier gått bättre än de stora. På denna plats redovisades i fjol delar av den ambitiösa analys som Peter Quist vid

investmentbanken Alfred Berg gjort kring den överavkastning småbolsaktier haft relativt storbolag i USA sedan trettioalet.²⁾ Analysen visar särskilt att de mindre bolagen relativt sett haft bättre kursutveckling i tider när inflation och obligationsräntor stigit, eftersom pengar från traditionella obligationsplaceringar då inte flödat över till de mest likvida aktierna.

INFLATION OCH SMÅBOLAGENS ÖVERAVKASTNING I USA³⁾



³⁾ Årsvärden avser slutår för respektive tioårsperiod.

Småbolagsmarknaden i Sverige ser i dag väsentligen annorlunda ut än för bara fem år sedan. Tillskotten av nya unga tillväxtbolag har gjort småbolsindex mer beroende av just denna typ av bolag. IT-bolagen svarar idag exempelvis för 23 procent av CSX, mot några få procentenheter 1993. I ett långsiktigt perspektiv är detta förmodligen attraktivt för småbolagsmarknaden och därmed också för de mindre företagens kapitalförsörjning.

Vidgade placeringsmöjligheter

Svolder har under verksamhetsåret framgångsrikt realiserat en betydande vinst i ett tidigare onoterat aktieinnehav – Enlight Interactive (fd Levande Böcker). Investeringen gjordes via en så kallad "private placement" sommaren 1996. Med detta avses riskkapitalinvesteringar i företag innan de är mogna för en marknadsnotering. Vanligen har dock bolagen bevisat att deras produkter eller tjänster vunnit erkännande på marknaden. Denna emissionsmarknad har utvecklats de senaste åren och Svolders styrelse har under året diskuterat hur de affärsmöjligheter som här öppnar sig skall kunna utnyttjas. Det rör sig inte om embryo- eller groddföretag, utan bolag av Enlight Interactives typ som behöver ytterligare kapital för att utveckla företaget, produkterna eller marknadspositionerna – inte för att några centrala ägare skall kunna realisera sina aktieinnehav.

Gränsen mellan onoterat och noterat börjar dessutom att vara flytande. Den Nya Marknaden utnyttjar exempelvis OM Stockholmsbörsens handelssystem och SBI-listan har utvecklats. Såväl de formella, som de informella kraven på de bolag som noteras utanför OM Stockholmsbörsen har också med nödvändighet höjts. Sammantaget har styrelsen beslutat att upp till en tiondel av substansvärdet skall kunna placeras i aktier som inte

²⁾ Quist: Have small-cap discounts grown too large? 14 September 1999

har noteringsavtal med OM Stockholmsbörsen. Bolagen skall dock samtliga ha ambitionen, och förutsättningarna, att kunna noteras där inom tjugofyra månader från Svolders investeringsbeslut.

IT-aktier – on eller off?

Jag tycker att uppfattningarna om de ”heta” aktierna pendlat mellan ytterligheter under verksamhetsåret. Den hausse kring tillväxtbolag som under periodens första sex månader hade inslag av hysteri förbyttes raskt till baisse och pestsmitta för delar av dessa aktier. Är inte detta ett underbetyg på analysförmågan hos oss marknadsaktörer? Fastighetsbolagen ansågs tidigare av förespråkarna av tillväxtaktier som för evigt lågpresterande – utfallet under de senaste sex månaderna har visat på en helt annan utveckling. Mönstret på kapitalmarknaderna går igen. Det brukar benämnas ”over shooting” och ”under shooting” – dvs att värderingen emellanåt måste bli extremt hög eller låg innan värderingstrenden vänder. Men, vänder gör det och i det långa loppet blir de fundamentala ekonomiska faktorerna styrande – oavsett om det beskrivs som ny eller gammal ekonomi.

Tillnyktring

Den tillnyktring som har skett är hälsosam, anser jag. Kvällstidningarnas löpsedlar pratar inte längre om de aktier som skall dubblas kommande vecka – i stället blir gårdagens hjältar nu granskade och ifrågasatta. De professionella placerarna har också blivit mycket mer riskfokuserade. Det går inte längre att få riskkapital på en ludig idé, några entusiastiska människor och mer eller mindre fantasifulla tillväxtantaganden. Glädjande är dock att de bubblor som spruckit är få och till värde små i förhållande till de värden som har skapats och att riskkapitalet ingalunda har försvunnit – det är bara mer kräset. Det är också sunt för riskkapitalallokeringen, enligt mitt förmenande, när etablerade värderingsmodeller som tar hänsyn till långsiktig lönsamhet, finansiell ställning, kassaflöden och utdelningskapacitet åter vinner gehör framför teknisk analys, optimistiskt tillyxade tillväxtkalkyler eller ibland bara ryktesspridning. En aktiemarknad skall ha många olika aktörer – det främjar nytänkande och motverkar statiska strukturer – däremot är det oroande när enskilda aktörer eller seriösa betraktare börjar likna aktiemarknaden med platser för spel och dobbel.

Efter regn kommer solsken

Vinstökningstakten förväntas genomgående i västvärlden att avta under det kommande verksamhetsåret. Lägre ekonomisk tillväxt, höjda råvarupriser och starkt förändrade valutarelationer utgör huvudskälen till omdömet. Den vinst- framför räntefokusering som inletts under året bedöms fortsätta och olika former av vinstvarningar eller misslyckade marknadsintroduktioner kan fortsätta att skapa oro på aktiemarknaderna – sannolikt i första hand för högt värderade tillväxtaktier. Centralt blir om världens aktiemarknader kan behålla spararnas höga, och växande, förtroende för aktier som sparform i en tid då inte tillgångarna växer i värde. Samtidigt poängteras i avsnittet

”Portföljinriktning 2000/01” på sidan 24 att tiden närmar sig det tillfälle när den amerikanska centralbanken FED inte längre behöver markera penningpolitisk åtstämning. När så sker kan vi med stor säkerhet se fram emot en ny uppgångsfas på aktiemarknaden.

Aktieutdelningen i centrum

Aktieutdelning är centralt för Svolder. Det gäller såväl aktieportföljens innehav som bolagets egen utdelningspolicy. Genom att årligen dela ut minst fem procent av bolagets substansvärde förväntas aktieägarnas kassaflöde kunna följa förvaltningskapitalets långsiktiga värdetillväxt. Enligt finansiell teori bestäms en akties värde av de framtida utdelningarna. Det är en uppfattning som Svolder delar. Det är därför med viss oro som det kan konstateras att direktavkastningen, dvs aktieutdelningen i förhållande till börsvärdet, under senare år har fallit på de flesta börser. Orsakerna är framför allt kurstillväxten hos olika tillväxtbolag och att dessa, rätt eller fel, ansett att det egna kapitalet förräntas bättre inom den egna verksamheten än hos ägarna. Detta kan vara ett farligt synsätt. En tillgång utan synlig avkastning är värdemässigt mycket mer osäker än alternativa placeringar som skapar kassaflöden för placeraren, eftersom värdet endast grundar sig på vad en annan aktör är beredd att betala för den.

Svolder välkomnar alla aktieägare. Såväl kortsiktiga som långsiktiga placerare, institutioner eller privatpersoner, svenskar eller utlänningar – alla fyller en viktig ägarfunktion. Ur styrelsens perspektiv ser vi det som angeläget att värna det långsiktiga värdet av aktien genom just utdelningspolitiken. Det är också styrelsens uppfattning att återköps- eller inlösenprogram, i varje fall i dagsläget, inte passar för Svolder. Aktielikviditeten skulle förmodligen minska liksom det förvaltningskapital som ekonomiskt skall bära en professionell förvaltningsorganisation. Skulle Ni aktieägare inte vara nöjda med styrelsens eller ledningens förvaltning så ger bolagsordningen Er dessutom unika möjligheter att upplösa bolaget genom frivillig likvidation.

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



Er tillgivne

Ulf Hedlundh, Verkställande direktör

SVOLDERAKTIEN

Affärsidé

Svolder investerar framför allt i noterade svenska småbolsaktier med marknadsvärden under ca 9 500 MSEK (augusti 2000). Beloppsgränsen skall justeras efter den svenska aktiemarknadens indexutveckling. Med noterade bolag menas de företag som har tecknat noteringsavtal med OM Stockholmsbörsen. Småbolagen ingår vanligen i Carnegie Small Cap Index – CSX, Svolders jämförelseindex. Maximalt tio procent av Svolders substansvärde kan placeras i icke noterade aktier eller aktier med annan marknadsplats än OM Stockholmsbörsens A- eller O-lista. Dessa bolag förväntas kunna teckna noteringsavtal inom 24 månader från investeringstillfället.

Aktieurvalet

Aktieurvalet sker i huvudsak utifrån knappt 250 svenska småbolag med ett sammanlagt börsvärde i augusti 2000 om ca 490 miljarder SEK, motsvarande nästan 11 procent av det samlade svenska börsvärdet.

Noteringsplats

Svolders A- och B-aktier noteras på OM Stockholmsbörsens O-lista. Under verksamhetsåret har den så kallade OTC-listan slagits samman med O-listan. Noteringsposten är 100 aktier. I likhet med övriga bolag som introducerats på O-listan är Svolderaktiens skattemässiga förmögenhetsvärde noll, enligt nu gällande skatteregler.

Ägarstyrning

Svolder har inga formellt tillsatta nominerings-, ersättnings- eller revisionskommittéer. Frågor behandlas i stället av företrädare för de största aktieägarna. I särskilda fall kan externa bedömare konsulteras, exempelvis OM Stockholmsbörsen eller Sveriges Aktiesparares Riksförbund. Nomineringar eller synpunkter i ägarfrågor kan även ställas till styrelsens ordförande under bolagets adress.

Kursutveckling

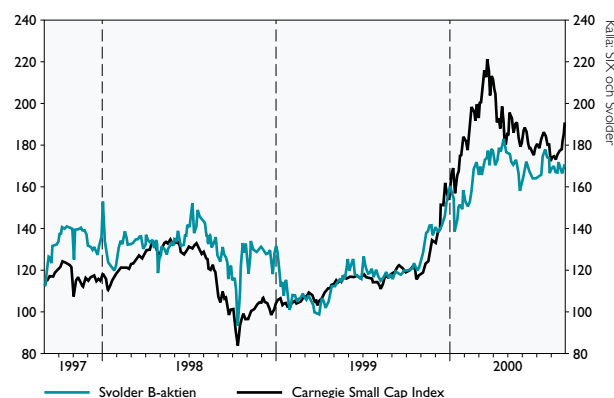
Årets högsta betalkurs för B-aktien var 188 SEK och den lägsta 122 SEK. Balansdagens senaste betalkurs var 170 SEK. Kursutvecklingen under året var betydligt sämre än den för CSX. Köpkursen för Svolders A-aktie var på balansdagen 169 SEK.

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

VÄRDEFÖRÄNDRING I PROCENT

	1999/2000	1998/1999	1997/1998
Svolders aktiekurs (B)			
Exklusive lämnad utdelning	34,9	-13,1	5,1
Inklusive lämnad utdelning	41,7	-7,2	11,2
Carnegie Small Cap Index			
Exklusive lämnade utdelningar	61,6	6,0	-4,6
Inklusive beräknade utdelningar	63,8	8,2	-2,6

AKTIEKURS OCH CSX ¹⁾



¹⁾ Diagrammet är utdelningsjusterat. Utdelningarna har reducerat värdena fram till utbetalningstillfällena.

Aktieomsättning och ägarstruktur

Svolderaktiens serie B omsattes alla börsdagar under verksamhetsåret. Genomsnittsoomsättningen mätt efter antal har minskat under senare år, däremot inte utifrån värde. En större ägarförändring 1998/99 genomfördes dessutom i formen av en direktaffär vid sidan av OM Stockholmsbörsen.

Det institutionella ägandet har de senaste två åren minskat till förmån för enskilt ägande. Antalet aktieägare har under det senaste verksamhetsåret ökat med drygt 600 st till att på balansdagen utgöra fler än 7 300 st.

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

AKTIEOMSÄTTNING

	1999/2000	1998/1999	1997/1998
Genomsnittligt antal omsatta B-aktier/börsdag	7 228	6 743	10 394
Antal aktier per avslut	299	331	378
Antal avslut per börsdag	24	20	28
Andel börsdagar med avslut i B-aktien %	100	100	100
Andel av antalet B-aktier som omsatts %	34	32	49

Källa: SIX och OM Stockholmsbörsen

AKTIEFÖRDELNING ²⁾

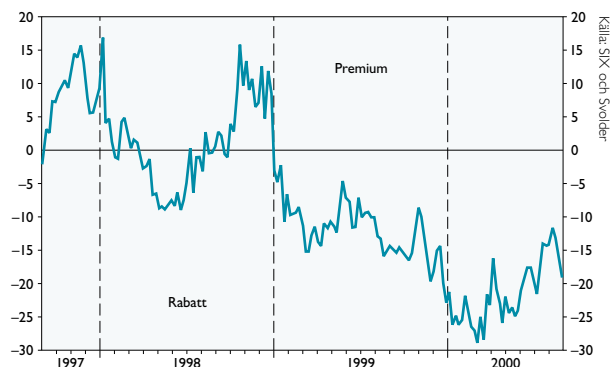
Aktieslag	Antal aktier	% av totala antalet	Antal röster	% av totala rösterna
A	952 388	14,9	9 523 880	63,6
B	5 447 612	85,1	5 447 612	36,4
Totalt	6 400 000	100,0	14 971 492	100,0

²⁾ Inklusive omstämpling enligt styrelsebeslut 2000-09-21.

Substansvärderabatt/premium

Om substansvärdet för ett investmentbolag överstiger bolagets börsvärde existerar en substansvärderabatt, omvänt premium. Denna benämns ibland investmentbolagsrabatt eller premium. Börskursen avspeglar aktie-

SUBSTANSVÄRDERABATT / PREMIUM I PROCENT



marknadens värdering av bolagets tillgångar, framtidsmöjligheter och skötsel. Substansvärderabatten har i Svolders fall varierat under verksamhetsåret från -29 till -9 procent, med en genomsnittlig rabatt om 19 procent. Substansvärderabatten var på balansdagen likaså 19 procent.

Värdebefrämjande åtgärder

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

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

Utdelningspolicy

Svolders utdelningspolicy lyder: "minst fem procent av bolagets utgående substansvärde skall årligen tillföras aktieägarna i form av utdelning". Genom kopplingen till

substansvärdet strävar policyn till ökad utdelningsstabilitet över en konjunkturcykel. Aktiemarknaden ges dessutom väsentligt förbättrade prognosförutsättningar när värdeförändringar betraktas enhetligt, oavsett om de har realiserats eller ej.

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

Substansvärdeinformation

Svolders substansvärde offentliggörs varje måndag genom Nyhetsbyrån Direkt och Reuters. Informationen tillställs även övriga affärsmedia liksom OM Stockholm-börsen. Substansvärdet anges likaså på bolagets hemsida på internet www.svolder.se i nära anslutning till offentliggörandet.

Förvaltningsorganisation

Styrelsen fastställer en placeringsinstruktion samt övriga behörighetshandlingar för verkställande direktören och övriga befattningshavare. Instruktionen följer den portföljpolitik som presenteras i årsredovisningen, se sidan 11. Verkställande direktören ansvarar för den löpande aktieförvaltningen. Två analytiker/förvaltare arbetar tillsammans med VD. Genom företagsbesök, skriftliga analyser från olika banker och fondkommissionärer, aktiemarknadskontakter och övrig tillgänglig information gör förvaltarna kontinuerligt bedömningar om värderingen av flertalet av de aktier som ingår i jämförelseindexet CSX. Utifrån dessa analyser fattas portföljbeslut löpande. En administrativ chef kompletterar förvaltarna i skötseln av bolaget, varvid antalet anställda är fyra.

Förvaltningskostnader

Den nuvarande förvaltningsorganisationen beräknas att ha en årlig fast kostnad om knappt 11 MSEK, vilket i

ÄGARSTRUKTUR 2000-06-30 ¹⁾

Ägare	A-aktier	B-aktier	Röster %	Kapital %
Sjätte AP-fonden	319 300	1 077 100	28,5	21,8
AMF Pension	20 000	600 000	5,3	9,7
Ernströmgruppen AB	466 300	20 800	31,3	7,6
KPA Fond & Finans	20 000	50 600	1,7	1,1
Svenska Röda Korset	-	40 000	0,3	0,6
Rapp Johan fam o bolag	10 000	26 700	0,8	0,6
Rosengren Kathrine	12 800	20 100	1,0	0,5
Nilsson Magnus	12 700	9 400	0,9	0,3
Nilsson Bo	-	21 000	0,1	0,3
Larsson Bo	-	20 000	0,1	0,3
Summa tio största	861 100	1 885 700	70,1	42,9
Utländska ägare och förvaltare	3 300	44 600	0,5	0,7
Övriga (ca 7 300 st)	87 988	3 517 312	29,4	56,3
Total	952 388	5 447 612	100,0	100,0
Röst per aktie	10	1		

¹⁾ Källa: Värdepapperscentralen VPC, samt därefter kända förändringar. Andelen institutionellt ägande är ca 36 procent (68 procent) av röstetalet och ca 33 procent (42 procent) av kapitalet.

förhållande till balansdagens substansvärde utgör ca 0,8 procent. Utöver nämnd fast kostnad kan kostnader tillkomma av incitamentsprogram. För verksamhetsåret 1999/2000 upplöstes det bonussaldo om 0,7 MSEK som reserverats från tidigare verksamhetsår. Härigenom kom verksamhetsårets förvaltningskostnader att endast bli 9,6 MSEK.

Det är bolagets ambition att ha en fast förvaltningskostnad som understiger motsvarande kostnader för specialiserade aktiefonder, exempelvis småbolagsfonder, samt därutöver att ha en rörlig prestationsbaserad ersättning till Svolders personal.

NYCKELTAL ¹⁾

	Verksamhetsåret 1999/2000			Verksamhetsåret 1998/1999			Verksamhetsåret 1997/1998		
	MSEK	SEK/Aktie	%	MSEK	SEK/Aktie	%	MSEK	SEK/Aktie	%
RESULTATINRIKTADE									
Substansvärdetillväxt	396,7	62,00	41,8	25,6	4,00	2,8	21,6	3,40	2,4
Utbetald utdelning	54,4	8,50	5,8	54,4	8,50	5,9	54,4	8,50	6,0
Summa substansvärdetillväxt	451,1	70,50	47,6	80,0	12,50	8,7	76,0	11,90	8,4
Ackumulerat sedan bildandet	1 279,4	199,90	400	828,3	129,40	259	748,3	116,90	234
Carnegie Small Cap Index ²⁾			61,6			6,0			-4,6
Ackumulerat sedan bildandet			348			177			162
B-aktiens kursutveckling	281,6	44,00	34,9	-121,6	-19,00	-13,1	44,8	7,00	5,1
Utbetald utdelning	54,4	8,50	6,8	54,4	8,50	5,9	54,4	8,50	6,1
Totalavkastning	336,0	52,50	41,7	-67,2	-10,50	-7,2	99,2	15,50	11,2
Ackumulerat sedan bildandet	1 022,4	159,80	320	686,4	107,30	215	753,6	117,80	236
Vinst efter skatt	432,5	67,60		37,7	5,90		144,4	22,60	
Utdelning (styrelsens förslag)	70,4	11,00		54,4	8,50		54,4	8,50	
Aktieportföljens direktavkastning	28,1	4,40	3,0	28,7	4,50	3,1	20,5	3,20	2,3
Vidareutdelningsandel			251			189			265
Portföljens omsättningshastighet			89			62			77
Förvaltningskostnader	9,6	1,50	0,8	12,8	2,00	1,4	18,6	2,90	2,0
KAPITALINRIKTADE									
Substansvärde	1 345,1	210,20		948,4	148,20		922,8	144,20	
Börsvärde (B-Aktien)	1 088,0	170,00		806,4	126,00		928,0	145,00	
Substansvärderabatt (-)/ -premium (+)			-19,0			-15,0			1,0
Utdelningsandel			5,2			5,7			5,9
Direktavkastning			6,5			6,7			5,9
Likviditet			7,2			2,7			2,4
Soliditet			98			99			100

¹⁾ Definitioner av nyckeltal redovisas på sidan 50.

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

PORTFÖLJPOLITIK

Placeringsinriktning

Svolder placerar i aktier, eller aktierelaterade instrument såsom konverteringslån, teckningsoptioner m.m., i svenska huvudsakligen vid OM Stockholmsbörsen noterade bolag med ett marknadsvärde i dagsläget inom intervallet ca 200 till 9 500 MSEK. Placeringsintervallet justeras efter den svenska aktiemarknadens värdeutveckling.

Aktieurvalet sker utifrån ett bolagsscenario över långsiktig lönsamhet och utdelningskapacitet, under beaktande av finansiell och operationell risk. Analysen är baserad på fundamental värderingsmetodik. Härutöver är tre kriterier centrala för aktieurvalet, nämligen det individuella bolagets;

- koncentration mot kärnverksamheten,
- faktiska utdelningspolitik,
- respekt för minoritetsaktieägare.

Portföljbeslut fattas på strikt kommersiella grunder utifrån samtliga aktieägars intresse.

Utvärdering

Svolders substansvärdeutveckling kan bäst jämföras med Carnegie Small Cap Index (CSX), vilket är ett värdeviktat index för svenska småbolagsaktier noterade vid OM Stockholmsbörsen.

Onoterade bolag

Mot bakgrund av det ökande antalet så kallade ”private placements” har möjligheter öppnats för placeringar i onoterade aktier samt därutöver i aktier som noteras på andra marknadsplatser än OM Stockholmsbörsens A- och O-lista. Maximalt tio procent av Svolders substansvärde kan placeras i denna typ av aktier. Vidare förutsätts att berörda bolag inom tjugofyra månader skall ha ambitionen, samt i övrigt ha goda förutsättningar, att teckna noteringsavtal med OM Stockholmsbörsen. Placeringar i onoterade aktier kommer företrädesvis att göras i företag och branscher som kan uppvisa hög framtida marknadstillväxt.

Portföljstruktur

Svolder kommer i normalfallet inte att äga mer än 15 procent av ett bolags aktier. Ej heller kommer någon aktiepost motsvara mer än 15 procent av det samlade portföljvärdet. Avvikelse skall vara tillfälliga och endast vara motiverade om starka kommersiella hänsyn talar härför. Antalet bolag i portföljen är normalt ca 30 stycken, där de 20 största placeringarna bör svara för lägst 80 procent av det samlade aktievärdet.

Likviditet

Likviditet förvaltas hos svenskt bankinstitut, eller hos av styrelsen godkänt värdepappersbolag, eller i värdepapper där emittentens betalningsförmåga är mycket god (företrädesvis statspapper). Likviditeten kommer i normalfallet att understiga 10 procent, under beaktande av den mindre omsättningsbarhet som kännetecknar småbolagsaktier samt med hänsyn tagen till att bolagets utdelningspolitik skall kunna uppfyllas.

Valutor

Svolder spekulerar inte i valutaförändringar genom valuta-handel eller särskilda valutapositioner. Bolagets valutasyn avspeglas i stället i de vinstantaganden som görs i de enskilda aktieanalyserna, och som därigenom utgör en delfaktor vid aktieurvalet.

Belåningsmöjligheter

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

Derivat, garantier, aktieutlåning med mera

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

Svolders roll som aktieägare

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

Styrelsens roll

Styrelsens uppgift är att – mellan bolagsstämmorna – styra förvaltningsverksamheten så att förutsättningar finns för att skapa mervärden, samt att kontrollera att verksamheten bedrivs i alla aktieägars intresse. Styrelsen anser att det gemensamma ägarintresset bäst tillvaratas då portfölj- och övriga verksamhetsbeslut fattas självständigt. Därför har styrelsen sedan bolagets bildande fäst stor vikt vid integritetsfrågor och intressekonflikter, vilka inte är onaturliga på en liten finansiell marknad som den svenska. Eventuella transaktioner med närstående utgör vidare en väsentlig punkt i revisorernas löpande granskningsarbete.

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

AKTIEPORTFÖLJEN

Verksamhetsåret inleddes med avvaktande aktiemarknader. Den starka amerikanska ekonomin, i kombination med allt starkare konjunkturutveckling i Europa och Sydostasien, ökade bolagens vinster men skapade samtidigt osäkerhet på såväl obligations- som penningmarknaderna. Möjligen spelade likaså säsongsmässiga mer psykologiska faktorer in såsom oron för en ny "svart oktober". I mitten av oktober 1999 började dock åter tilltron till aktiemarknaderna att öka.

MSCI VÄRLDSINDEX (USD)



Detta gällde i synnerhet för tillväxtaktier i bred mening, dvs aktier främst inom branscherna Telekom, Informationsteknologi, Media och Utbildning. Uppgången fortsatte fram till i mars 2000 och hade emellanåt inslag av hysteri. I takt med att tillväxtbolagen därefter i allt större utsträckning inte förmådde att uppfylla vare sig egna prognoser eller aktiemarknadernas förväntningar, svalnade intresset för sektorerna liksom aktierna. Aktier i bioteknikbolag hade under 1999 en svagare kurstillväxt än de teknikinriktade tillväxtbolagen och har heller inte drabbats lika hårt av kursfallen. Nämnt kursmönster beskrivs väl genom diagrammet nedan.

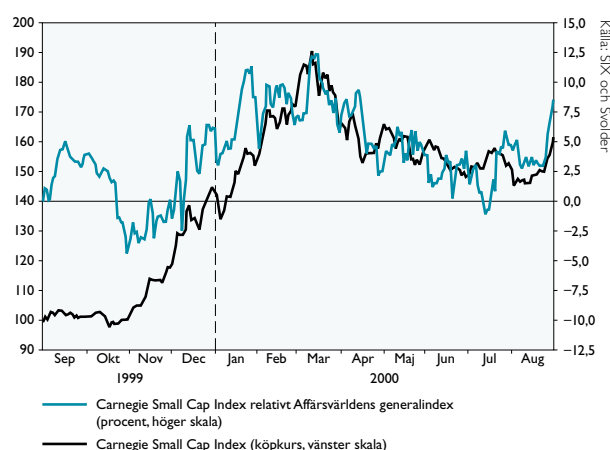
IT-INDEX OCH CSX



Trots kursnedgångarna under vår och sommar för olika tillväxtaktier har verksamhetsåret sammantaget präglats av mycket stark kurstillväxt. Detta har i synnerhet gällt Sverige och Finland, där dominerande aktier som Ericsson och Nokia starkt bidragit till det goda börsklimatet.

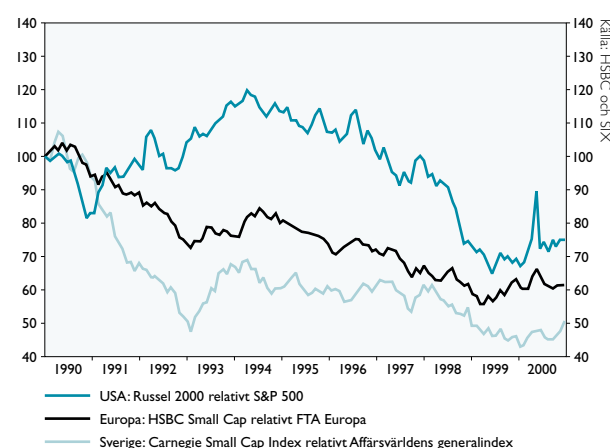
Världsindex steg under verksamhetsåret med 11,0 procent mätt i USD och 26,3 procent i SEK. De främsta orsakerna till uppgången var de europeiska börsernas uppgång liksom den fortsatta förstärkningen av den japanska valutatan yen. Affärsvärldens generalindex (AFGX) steg hela 52,6 procent. Till skillnad mot de senaste åren utvecklades små bolags aktier bättre än stora. Carnegie Small Cap Index (CSX) steg exempelvis 61,6 procent. I indextalen ingår ej utdelningar, vilka för nämnda svenska index var ca två procentenheter.

SMÅBOLAGENS ABSOLUTA OCH RELATIVA UTVECKLING



Utvecklingen var densamma på världens börser, små bolag utvecklades bättre än stora. Delvis beror detta på den ökande andelen tillväxtbolag bland småbolagen, men sannolikt även på ett gynnsamt industriklimate, allmänt låga värderingar av mindre bolag samt på minskat kapitaltillskott från obligationsmarknaden till höglukvida storbolagsaktier.

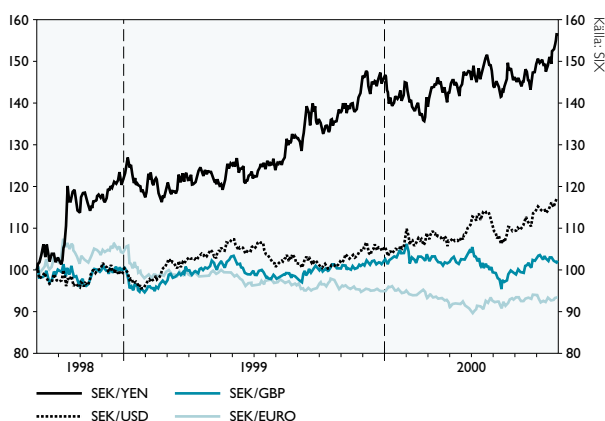
SMÅBOLAGS- RELATIVT STORBOLAGSINDEX



Valutförändringarna under verksamhetsåret var betydande. Den amerikanska dollarn, liksom japanska yen, fortsatte att förstärkas på bekostnad av framförallt Euron. Japanska yen har under de senaste 24 månaderna förstärkts dramatiska 67 procent i förhållande till euron. Den svenska kronan fortsatte under året att stiga något relativt Euron.

De förändrade valutakurserna har givit de europeiska producenterna ett mycket gott konkurrensläge, i första hand relativt japanska producenter och i andra hand gentemot amerikanska. Höjda världsmarknadspriser för ett flertal råvaror har vidare förstärkts av stigande dollar. Nuvarande valutakursförhållande mellan USD och Euro präglas av det stora förtroendet för amerikansk ekonomi samt dess penning- och finanspolitik, i motsats till synen på politiska och finansiella institutioner i Europa.

VALUTARÖRELSE (2ÅR)



Performance

Svolders substansvärde steg under verksamhetsåret med 47,6 procent, efter återläggning av lämnad utdelning om 8,50 SEK per aktie. Härigenom underskreds jämförelseindex CSX med hela 16 procentenheter om hänsyn tas till underliggande utdelningar i index. Av denna negativa avvikelse kan ungefär hälften förklaras av att två aktier – Framfab och Icon Medialab – redan under november och december 1999 av storleksskäl borde lämnat CSX. Men då index endast uppdateras kvartalsvis skedde detta först vid årsskiftet 1999/2000. Övriga avvikelser beror på en felaktig branschfördelning och ett dåligt aktieurval under period 4 – dvs 1 juni till 31 augusti 2000. Under denna period var underviktningen i fastighets- och invest- mentbolag negativ för den relativa kursutvecklingen. Likaledes hade några aktier som tidigare utvecklats mycket positivt, i första hand Frontec och Nolato, en mycket svag kursutveckling.

VÄRDEFÖRÄNDRING I PROCENT

	1999/2000	1998/1999	1997/1998
Svolders substansvärdetillväxt			
Exklusive lämnad utdelning	41,8	2,8	2,4
Inklusive lämnad utdelning	47,6	8,7	8,4
Carnegie Small Cap Index			
Exklusive lämnade utdelningar	61,6	6,0	-4,6
Inklusive beräknade utdelningar	63,8	8,2	-2,6

Källa: SIX och Svolder

Mätt i längre tidsperspektiv har däremot substansvärde- utvecklingen väsentligen överträffat CSX. Sedan bolagets start i juni 1993 har substansvärdetillväxten varit hela 400 procent. Jämförelseindex har under samma tid stigit 348 procent, vartill dock skall läggas årliga utdelningar om ca två procentenheter.

Portföljomsättning

Aktieportföljens omsättningshastighet, dvs försäljningar i förhållande till genomsnittligt substansvärde har ökat från 0,62 gånger till 0,89. Den ökande aktiviteten förklar- as av en generellt sett förbättrad småbolagsmarknad samt en strategiförändring omfattande en högre andel till- växtaktier under perioden.

Förvaltningen har omfattat 59 (52) aktier och aktie- relaterade instrument, varav 31 (31) kvarstod vid verk- samhetsårets slut. Affärsvolymen, dvs köp och försälj- ningar brutto, har totalt utgjort 1 934 MSEK. Störst har volymen varit i Adcore (144,2 MSEK), Frontec (111,5 MSEK), PartnerTech (84,0 MSEK), Gunnebo (82,1 MSEK) och TurnIT (81,3 MSEK).

Courtage

Såsom mäklararvode (courtage) har till banker och fondkommissionärer utbetalats 3,2 (1,9) MSEK, vilket motsvarar en kostnad om 0,16 (0,17) procent av årets affärsvolym. I kostnadsbeloppet ingår även faktiskt eller beräknat arvode vid nyintroduktioner. Kostnadsandelen har påverkats negativt av att färre direktaffärer gjorts detta år, men positivt av att större affärsvolymen gjorts hos fondkommissionärer med lägre courtagesatser. Aktie- handel har bedrivits med 16 (19) svenska och utländska mäklarfirmer. Svolders tre största mäklarkontakter hade tillsammans en andel om 50 (44) procent. All aktiehandel sker på strikt kommersiella villkor, där respektive mäklar- firmas affärsförmåga och analyskompetens tillmätts väl så stor betydelse som det synliga courtaget.

ANALYS AV VÄRDETILLVÄXTEN

Nämnda 59 aktiers bidrag till substansvärdetillväxten 1999/2000 presenteras översiktligt i tabellen nedan.

De 31 kvarvarande innehaven vid verksamhetsårets utgång har tillsammans givit ett substansvärdebidrag – inklusive mottagna utdelningar, ersättning för aktielån etc – om 154,5 MSEK under 1999/2000. Detta belopp kan i sin tur uppdelas i realiserade vinster om 27,6, orealiserad värdeutveckling om 102,1 samt 24,8 MSEK i utdelningar mm. De 28 värdepapper som ej längre finns kvar i portföljen har detta verksamhetsår tillsammans givit ett substansvärdebidrag om 303,8 MSEK, varav 3,6 MSEK utgörs av aktieutdelningar.

Kommentarer kring väsentliga bidragsgivare som **Zeteco**, **Provobis**, **LGP Telecom** och **Ångpanneföreningen**, vilka samtliga sålts under verksamhetsåret, görs i avsnittet "Försäljningar ur aktieportföljen". Köp av aktier i **TurnIT**, **Gunnebo** och **Utfors** motiveras under motsvarande avsnitt "Köp till aktieportföljen". I årsredovisningens del med bolagspresentationer, se sidorna 32–38, beskrivs även värdefulla bidragsgivare som **JM** och **Beijer Electronics**.

I portföljuppställningen på sidan 23 redovisas Svolders aktieinnehav uppdelat efter bransch. Fördelningen följer Affärsvärldens och CSX branschuppdelning.

Branschen IT-bolag har skapat det största bidraget till Svolders substansvärde under verksamhetsåret, med en

SUBSTANSVÄRDEBIDRAG ELLER REAVINST?

I årsredovisningen används två ord i samband med värdetillväxt: Substansvärdebidrag och realisationsvinst. Med substansvärdebidrag menas en akties realiserade och orealiserade värdeförändring under ett verksamhetsår samt därtill mottagen utdelning eller annan intäkt/kostnad. Vid beräkningen av substansvärdebidragen tas ingen hänsyn till föregående verksamhetsårs kursutveckling, då portföljförvaltningen skall vara framåtriktad samt inte inriktad på huruvida en värdeförändring är realiserad eller ej. Substansvärdebidrag framgår inte av resultaträkning eller kassaflödesanalys, utan är ett internt analys- och kontrollinstrument. Realisationsvinst/-förlust avser bolagets realiserade resultat av en placering exklusive mottagna utdelningar, och redovisas i bolagets resultaträkning under det verksamhetsår vinsten/förlusten har realiserats.

tillväxt om 17,0 procent motsvarande 161 MSEK (25,20 SEK per Svolderaktie). Därefter följer branschen Verkstad och den heterogena gruppen Övrigt. Branscherna Skog (–6,0 MSEK, –0,90 SEK per Svolderaktie) och Rederier (–0,9 MSEK, –0,10 SEK per Svolderaktie) har belastat substansvärdet.

SUBSTANSVÄRDEBIDRAG 1999/2000

Befintliga innehav

Aktie	Bransch	Substansvärdebidrag MSEK
Frontec	IT-bolag	80,9
Gunnebo	Verkstad	25,3
Nolato	Verkstad	23,0
JM	Fastighet och bygg	18,1
LjungbergGruppen	Fastighet och bygg	12,9
Graphium	Övrigt/Tryckerier	10,8
Geveko	Investmentbolag	10,4
G&L Beijer	Handel	9,3
Affärsstrategerna	Övrigt/Förvaltningsbolag	7,3
Beijer Electronics	Handel	5,4
Summa tio största		203,4
Övriga (16)		–7,0
Utfors	Övrigt/Tjänsteföretag	–5,3
ProfilGruppen	Verkstad	–6,9
TurnIT	IT-bolag	–8,1
Haldex	Verkstad	–10,3
IFS	IT-bolag	–11,4
Summa fem minsta		–42,0
Totalt		154,5

Tidigare innehav

Aktie	Bransch	Substansvärdebidrag MSEK
Adcore	IT-bolag	64,5
PartnerTech	Verkstad	47,9
Karo Bio	Övrigt/Forskningsbolag	41,3
Enlight Interactive	IT-bolag	27,0
Provobis	Övrigt/Tjänsteföretag	26,0
LGP Telecom	Verkstad	25,9
Zeteco	Verkstad	19,2
Ångpanneföreningen	Övrigt/Tekniska konsulter	11,0
Expanda	Verkstad	9,6
Pandox	Fastighet och bygg	8,5
Summa tio största		280,9
Övriga (13)		25,8
Eldon	Verkstad	0,3
Karlshamns	Övrigt/Kemi	0,2
Cloetta Fazer	Övrigt/Konsumentvaror	0,0
Sardus	Övrigt/Konsumentvaror	–0,1
Klippan	Skog	–3,5
Summa fem minsta		–3,1
Totalt		303,8

SUBSTANSVÄRDEBIDRAG 1999/2000 PER BRANSCH

Bransch	Antal företag	Substansvärdebidrag (MSEK)	Ack. värdeförändring %
Verkstad	15	136,5	14,4
Skog	2	-6,0	-0,6
Handel	7	17,9	1,9
Fastighet och bygg	6	41,2	4,3
Rederi	1	-0,9	-0,1
IT	11	161,4	17,0
Investmentbolag	2	10,5	1,1
Övrigt	15	97,8	10,3
Summa aktier	59	458,2	48,3
Likvida medel		2,5	0,3
Kostnader		-9,6	-1,0
Totalt		451,1	47,6

Tabellen ovan anger tillväxten i absoluta termer. Om i stället substansvärdebidraget ställs i relation till genomsnittligt placerat kapital under verksamhetsåret 1999/2000, vilket ur lönsamhetssynvinkel är det mest rättvisande, framgår det att räntabiliteten för IT-aktier varit högst följt av den heterogena gruppen Övrigt samt för Skog lägst. Vidare framkommer i tabellen nedan att portföljens likvida medel förräntats till en genomsnittlig räntesats om 3,3 procent, vilket haft en negativ påverkan på portföljens lönsamhet.

LÖNSAMHET 1999/2000 PER BRANSCH ¹⁾

Bransch	Antal företag	Genomsnittligt placerat kapital (MSEK)	Substansvärdebidrag (MSEK)	Räntabilitet %
Verkstad	15	392,0	136,5	34,8
Skog	2	49,7	-6,0	-12,1
Handel	7	157,8	17,9	11,3
Fastighet och bygg	6	113,2	41,2	36,4
Rederi	1	11,4	-0,9	-7,9
IT	11	244,3	161,4	66,1
Investmentbolag	2	23,9	10,5	43,9
Övrigt	15	204,0	97,8	47,9
Summa aktier	59	1 196,2	458,2	
Likvida medel		75,1	2,5	3,3
Kostnader			-9,6	
Totalt		1 271,3	451,1	

¹⁾ Beräkningen av genomsnittligt kapital görs från utgående månadsvärden

IT-konsultföretagen **Frontec** och **Adcore** (fd Information Highway) dominerar Svolders substansvärdetillväxt i såväl tidsperspektivet ett som två år. Båda företagen har tidigare haft svårt att övertyga aktiemarknaden om att just deras företag tillhört de mest framstående inom respektive verksamhetsområden.

Frontecs verksamhet har successivt kommit att tydliggöras genom uppdelningen i tre bolagiserade grupper. Viewlocity är ett amerikanskt mjukvaruföretag inom IT-kommunikation, Bluelabs är den svenska teknikkonsultdelen och kvarvarande **Frontec** är konsultföretaget för olika former av e-handel (B2B). Till följd av kraftiga utvecklings- och marknadsföringskostnader redovisar

Viewlocity stora förluster och negativa kassaflöden. Detta är vanligt för denna typ företag och det har inte omöjliggjort att ägandet successivt kunnat spridas till allt högre företagsvärden via "private placements" i USA. Frontec har också meddelat att Viewlocity ansökt om notering på amerikansk börs. När detta genomförs kommer Frontecs värde att tydligare framgå för aktiemarknadens aktörer. Den successiva nedtrappning i ägandet som genomförts via nyemissionerna i Viewlocity kommer sannolikt att fortsätta så att bolaget inte längre skall vara ett intressebolag och att dess resultatandel därigenom inte längre kommer att redovisas över Frontecs resultaträkning. Bluelabs har ett högt teknologikunnande och är mycket väl etablerade hos ledande industrikoncerner som exempelvis Ericsson, Autoliv, Motorola och Volvo. Den uppdelning av koncernen som styrelsen offentliggjort, men som är avhängig noteringen/utförsäljningen av Viewlocity, anser Svolder bättre kommer att tydliggöra respektive dels värde. Härigenom skapas också mycket goda förutsättningar att aktivt medverka i kommande strukturförändringar inom respektive verksamhetsområde. Frontec beskrivs även på sidan 34.

Svolder förvärvade under hösten 1998 aktier i dåvarande Information Highway (IH), ett internetkonsultföretag med tillhörande hårdvaruförsäljning. Bolagets fortbestånd kom att visa sig vara i allvarlig fara och dess aktieägare bör vara tacksamma för det arbete som den då tillsatta företagsledningen senare kom att genomföra. Bland IHs personal fanns ett betydande kunnande om olika internettillämpningar. Detta förstärktes kontinuerligt under 1999 samtidigt som hårdvaruverksamheten avyttrades. IH kom relativt sent att uppskattas av aktiemarknaden, men när aktien väl mötte utländskt köpintresse stegrades de positiva framtidsförväntningarna mycket snabbt. Under senhösten 1999 sålde Svolder successivt av hela aktieinnehavet och realiserade därmed vinster om 94,1 MSEK, samt ett substansvärdebidrag om 64,5 MSEK. I likhet med flertalet internetkonsulter drabbades även IH under vår och sommar av kursfall. IH har under året fusionerats med Connecta och därefter antagit namnet **Adcore**. Koncernens expansionstakt är fortsatt hög, marknadspositionerna har ytterligare förstärkts, teknikkunskan är högt och fusionsarbetet förefaller att ha fungerat väl. Trots detta inrymmer värderingen av **Adcore**, i likhet med den för de ledande konkurrenterna, höga framtidsförväntningar.

Kontraktstillverkaren **PartnerTech** har de senaste två åren genomsyrats av mycket stora förändringar vad avser bolagets marknadsbearbetning, struktur och organisation. Den nya företagsledningen, tillsammans med den delvis förändrade styrelsen, har framgångsrikt förvandlat **PartnerTech** från en i marknadens ögon ordinär legotillverkare till en kundnära kontraktstillverkare med möjligheter att erbjuda konstruktionsstöd. Framgångarna har inte låtit vänta på sig. Såväl aktiekurs som resultat har flerfaldigats. Härigenom har ett börsvärde på bolaget uppnåtts som blir allt svårare att försvara, i synnerhet som de ledande globala kontraktstillverkarna ökar sin expansionstakt och centrala kundföretag i allt större

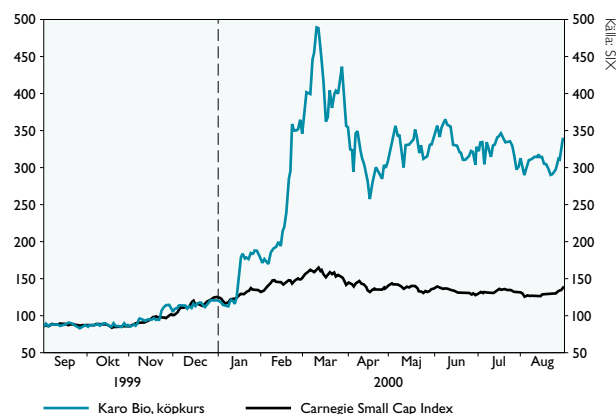
utsträckning önskar reducera antalet affärspartners. Verksamhetsårets substansvärdebidrag blev mycket goda 47,9 MSEK (7,50 SEK per Svolderaktie) och realisationsvinsten hela 56,2 MSEK.

PARTNERTECH



Bioteknikföretaget **Karo Bio** marknadsnoterades våren 1998 under stort intresse från aktiemarknaden. Därefter föll företagets och flera andra branschföretags aktier i glömska. Först vid årsskiftet 1999/2000 vann denna typ av aktier åter placerarnas intresse, sedan branschen uppvärderats av amerikanska placerare. Karo Bio är ett forskningsbaserat läkemedelsföretag vars verksamhet är koncentrerad till upptäktssfasen inom läkemedelsutveckling. Fokuseringen görs kring så kallade nukleära receptorer, som i cellkärnan fungerar som mottagare för hormoner och vitaminer. Forskningen bedrivs genom partnersamarbeten med globala läkemedelsföretag och inte genom riskkapitalfinansiering. Vid framgångsrika projekt kommer

KARO BIO



de framtida royaltyintäkterna att bli betydande, samtidigt som forsknings- och utvecklingskostnader till stor del är finansierade. Härigenom kan verksamheten bedrivas utan de betydande svängningar och risker som kännetecknar riskkapital- och projektfinsiering. Då Svolder i fjolårets årsredovisning beskrev Karo Bio stod aktiekursen i 87 SEK och undervärdet på aktieinnehavet var 1,4 MSEK. Under verksamhetsåret var kursen tidvis över 500 SEK. I denna bioteknik hausse sålde Svolder successivt sitt aktieinnehav. Därmed har en vinst om 40,0 MSEK (6,20 SEK

per Svolderaktie) och ett substansvärdebidrag om 41,3 MSEK realiserats.

Svolder placerade 5,7 MSEK i det interaktiva utbildningsförlaget Levande Böcker (LB) under sommaren 1996. Redan då var bolaget marknadsledande i Norden inom CD-ROM utbildning för barn och ungdom. Varumärket innehöll produkter som "Krakel Spektakels ABC", "Matteraketen" och "Mitt första kunskapsäventyr". Det kom senare att förstärkas med bland annat "Mulle Meck" och "Svea Rike". LB drev inledningsvis verksamheten med mycket stor fokus på kassaflöden och var vidare mycket framgångsrikt i de branschförvärv som genomfördes. I takt med att marknadstillväxten för förlagets produkter avtog utvecklades i stället koncernens interaktiva utbildningsdel mot företag och organisationer. Företaget bytte likaså namn till **Enlight Interactive**. Verksamheten har därefter, i likhet med många tillväxtföretag, fått en mycket mer "framtidig" kostnadsstruktur och därmed högre risknivå. Styrelsen har dock varit förutseende att genom börsintroduktionen, och senare en riktad nyemission, förvissa sig om att skapa en stark finansiell ställning för bolaget. Svolder sålde under senhösten 1999 hela aktieinnehavet med en reavinst och ett substansvärdebidrag om 27,0 MSEK (4,20 SEK per Svolderaktie). Försäljningslikviden har till del använts för att förvärva aktier i branschföretaget **AcadeMedia**.

Nolato har under senare delen av nittioalet utvecklats från en tillverkare av gummi- och plastkomponenter, till att idag i huvudsak vara en världsledande producent av plastkomponenter och system till mobilteleindustrin. Förändringen inleddes genom förvärvet av Ericssons produktionsanläggning i Kristianstad och har senare kompletterats genom förvärv och betydande investeringar. Även företagsledningen har förändrats och våren 1999 tillträdde Tomas Sjölin som ny VD. Strax därefter började Svolder att förvärva aktier i bolaget. Svolder var redan under 1995-97 en ganska stor aktieägare i Nolato, men valde utifrån aktiemarknadens enorma intresse för just underleverantörer till mobilteleindustrin under hösten 1997 att då sälja innehavet. Mobiltelefonmarknaden kännetecknas av många och snabbt skiftande modellbyten. Detta innebär att komponentföretagen tvingas leva med en stor marknadsosäkerhet, något som Nolato reducerat genom att utveckla samarbeten med de ledande tillverkarna vid sidan om Ericsson. Resultat- och tillväxtframgångarna under 1999 och framförallt början av 2000 satte Nolato åter i aktiemarknadens strålkastarljus. När det i samband med bolagets halvårsrapport 2000 blev tydligt att även Nolato kommer att drabbas av de branschproblem med komponentbrist och förändrade modellprogram som berör alla de ledande tillverkarna, blev aktiemarknadens negativa reaktion mycket kraftig. Svolder gör bedömningen att det även denna gång rör det sig om tillfälliga störningar som inte förändrar den långsiktiga tillväxttrenden för Nolato eller deras kunder. Aktieinnehavet i Nolato har därför utökats efter deras halvårsrapport. Verksamhetsårets substansvärdebidrag blev 23,0 MSEK, motsvarande 3,60 SEK per Svolderaktie.

Den grafiska koncernen **Graphium** har varit föremål för många kommentarer i tidigare årsredovisningar. Koncernen består av en lönsam och expansiv kortdivision, inriktad på bankkort, betalkort, GSM-kort etc, samt en tryckerigrupp som kontinuerligt brottats med lönsamhetsproblem. Från och till har aktiemarknaden visat intresse för Graphium, vanligen i samband med att kortverksamheten redovisat nya marknadsframgångar. Glädjen har tyvärr inte blivit bestående då delar av den gamla tryckeriverksamheten visat svaghetstecken eller att något av expansionsförvärven fått problem. Graphiums styrelse har meddelat att de arbetar med en uppdelning av koncernen, med en möjlig avknoppning av Graphium Card. Svolder är positivt till detta även om många av de avknoppningar som på senare år genomförts bland de minsta börsbolagen haft svårt att få tillräckligt marknadsintresse. I Graphiums fall kompliceras en avknoppning dessutom av redovisningsmässiga skäl, då koncernen saknar fritt eget kapital. Detta nödvändiggör i sådant fall ett kapitaltillskott till Graphium Card för att säkerställa aktieägarvärdet. Årets substansvärdebidrag blev goda 10,8 MSEK, vilket delvis förklaras av en hög betalkurs (115 SEK) just på balansdagen för den ringa omsatta aktien.

GRAPHIUM



G&L Beijer är ett av de börsbolag som under verksamhetsåret delats enligt "Lex Asea". Den expansiva elektronikdelen Beijer Electronics, som för övrigt beskrivs på sidan 33, har knoppats av och särnoterats. Aktiemarknaden har ställt sig positivt till denna uppdelning, även om handeln i de båda nya aktierna så här långt varit sparsam. Detta beror på att ägarstrukturen i de båda bolagen domineras av ett fåtal stora aktieägare, däribland Svolder. De kvarvarande delarna i G&L Beijer utgörs av industrihandel samt handel och produktion av kylanläggningar. Bolaget har en betydande kassa som säkerställer en fortsatt hög utdelningskapacitet. Vissa frågetecken kring verksamheternas långsiktiga resultat- och tillväxtförmåga kan däremot göras, även om nuvarande lönsamhet är tillfredsställande. Substansvärdebidraget för de båda bolagen blev 14,7 MSEK (2,30 SEK per Svolderaktie), där G&L Beijer svarar för 9,3 MSEK om värdebidraget före uppdelningen fördelas efter det börsvärde som de båda bolagen noterades till direkt därefter.

Karlshamns, producent av livsmedelsfetter, utmålades av säljare och emissionsbanker som ett "Östeuropa case" i samband med marknadsintroduktionen 1997. I takt med Östeuropas framsteg förväntades efterfrågan på livsmedelsfetter att öka, och därmed säkerställa Karlshamns framtida tillväxtambitioner. Utvecklingen blev, i varje fall inte så här långt, den förutsagda. Eurons och tidigare D-markens svaghet har vidare haft en negativ påverkan på Karlshamns konkurrenskraft. I tillägg till dessa externa och svårpåverkade faktorer har bolaget inte heller förmått att återkomma till gamla resultat- och lönsamhetsnivåer trots den gamla företagsledningens kommentarer om betydande förbättringar. Avvikelserna har varit kraftiga och plötsliga. Aktiekursen har understötts av en god utdelningsandel, men efter den oväntat svaga första kvartalsrapporten för år 2000 valde Svolder att sälja kvarvarande aktieinnehav i Karlshamns. Någon förlust har inte gjorts på innehavet, men alternativa placeringar hade förmodligen skapat ett bättre resultatbidrag.

Aktieinnehavet i fin- och specialpappersproducenten **Klippan** har aldrig varit något stort innehav i Svolders portfölj. En hög ägarandel har dock inneburit ett större engagemang än önskat, för att försvara värdet på innehavet och att säkerställa en professionell styrelse och verkställande ledning. Trots att betydande kostnadsreduktioner genomförts och att den viktigaste insatsvaran massa tidvis noterats till mycket låga priser, har delar av verksamheten brottats med så stora lönsamhetsproblem att nedläggningar och rationaliseringar präglat allt ledningsarbete. Den betydande ägarförändring som under verksamhetsåret inträffade i Klippan har resulterat i att styrelse, VD och revisorer fått lämna sina uppdrag. Tilltagande massapriser, för bolaget ogynnsamma valut rörelser samt allt intensivare marknadskonkurrens gör att betingelserna för verksamheten fortsatt kommer att vara mycket svåra. Svolder har därför avyttrat innehavet och under verksamhetsåret noterat ett negativt substansvärdebidrag om 3,5 MSEK (-0,50 SEK per Svolderaktie) samt en reaförlust om 11,4 MSEK.

Profilgruppen är landets näst största tillverkare av aluminiumprofiler. Bolaget sökte sig 1997 till börsen och finansierade därigenom en betydande nyinvestering. Den kraftigt utökade presskapaciteten har emellertid först under år 2000 förbättrat produktionseffektiviteten i önskad utsträckning. Låg börsvärdering för konkurrenten och marknadsledaren SAPA gör vidare att aktien framstått som mindre attraktiv för placerarna. Årets resultatförbättring bör kunna fortsätta till följd av den successivt förbättrade produktionsekonomi och de mer gynnsamma marknadsbetingelserna. Verksamhetsårets substansvärdebidrag har varit -6,9 MSEK (-1,10 SEK per Svolderaktie), vilket placerar aktien bland portföljens förlorare.

Verkstadskoncernen **Haldex** har genomgående starka marknadspositioner och högt teknikinnehåll i sina produkter. Fyra affärsområden ger dock ett något splittrat intryck på aktiemarknaden, som dessutom under lång tid oroar sig för effekterna av en avmattning på den amerikanska lastvagnsmarknaden. Haldex splittrade ägarbild skapar möjligheter för strukturförändring samtidigt som

den kan skapa osäkerhet om framtidsinriktningen hos styrelse och ledning. Den avmattning på lastvagnsmarknaden som slutligen har inträffat i USA, och som ser ut att ha spridit sig till Europa, förbättrar samtidigt Haldex möjligheter att göra önskade expansionsförvärv till lägre priser än vad som tidigare varit fallet. Affärsområdet Traction, system för fyrhjulsdrift, noterar fortsatta kommersiella framgångar. Varje större order kräver dock utökad produktionskapacitet, vilket förlänger tiden till det att nollresultat och positivt kassaflöde uppnås. Traction har, enligt Svolders förmenande, inte fått rättvisande uppmärksamhet på aktiemarknaden, där utvecklings- och marknadsföringskostnader fullt ut belastar avkastningsvärdet för koncernen. Portföljens andel av verkstadsaktier har reducerats under verksamhetsåret, vilket därmed också resulterat i en minskning av Haldex innehavet. Aktien har haft det kraftigaste negativa substansvärdebidraget (-10,3 MSEK eller -1,60 SEK per Svolderaktie) bland bolagen utanför de typiska tillväxtsektorerna.

HALDEX



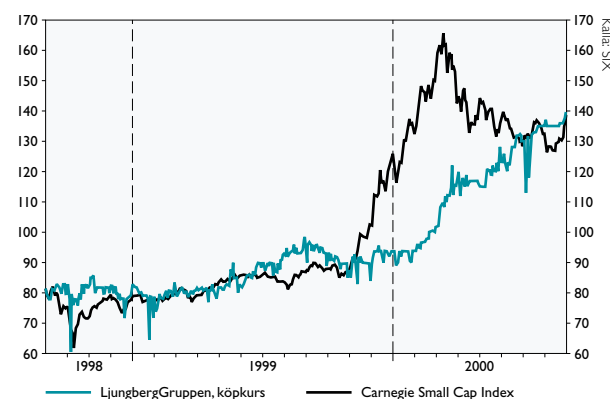
Affärssystemleverantören IFS har tillsammans med branschkollegor i Sverige och omvärlden haft en tung period efter millenieskiftet. Under flera år dessförinnan har dessa företag arbetat under mycket gynnsamma konjunkturella och strukturella betingelser, dock utan att kunna uppvisa annat än mycket negativa kassaflöden. Svolder har bedömt att IFS haft bättre förutsättningar än konkurrenterna att växa, och aktien har därmed utgjort det bästa alternativet bland de noterade affärssystemleverantörerna. Trots betydande öknings av licensförsäljningen, har IFS inte heller efter nyåret förmått att få acceptabel beläggning hos den tillhörande konsultorganisationen. De ljusa bilder om framtida försäljningsintäkter som bolaget och branschens företrädare genomgående utmålar kan därmed ifrågasättas utifrån mycket negativa kassaflöden samt flera antaganden om avtagande marknadstillväxt för affärssystem. Placeringen i IFS var timingmässigt dåligt avvägd och blev därmed Svolders sämsta detta verksamhetsår: -11,4 MSEK motsvarande -1,80 SEK per Svolderaktie.

SUBSTANSVÄRDEBIDRAG TVÅ VERKSAMHETSÅR

Aktie	MSEK		MSEK
Adcore	94,6	Expandia	18,4
Frontec	79,8	LjungbergGruppen	17,0
PartnerTech	59,4	Geveko	10,4
Karo Bio	39,3		
Provobis	28,1	Övriga aktier (57)	77,8
Enlight Interactive	27,0		
Gunnebo	25,3	Utfors	-5,3
Nolato	24,8	TurnIT	-8,1
LGP Telecom	24,6	Haldex	-9,7
Zeteco	23,0	Axfood	-9,7
JM	22,5	IFS	-10,7
Eldon	21,1		

Bygg- och fastighetskoncernen JM har under verksamhetsåret fortsatt sin renodling mot projektverksamhet samt innehav av endast kommersiella fastigheter i Stockholm. Företagsledningens förutseende köp av exploateringsfastigheter under andra halvan av nittioåret börjar nu i allt större utsträckning att färdigställas med mycket god lönsamhet. Denna utveckling förväntas bestå de närmaste åren. Trots det föredöme JM utgör bland bostadsbyggnadsföretag har aktien haft svårt att uppnå samma anseende. Orsaken står att finna i en dålig omsättning av aktien till följd av ett lågt privat aktieäggande samt den dominerande ägarsits Skanska besitter. JM aktien har jämte LjungbergGruppen i flera år utgjort basen bland fastighetsaktierna i Svolders portfölj. JM redovisar 1999/2000 sitt tredje år i rad med betydande värdetillväxt till Svolders substansvärde. Bolaget beskrivs utförligare på sidan 36.

LJUNGBERGGRUPPEN (2 ÅR)

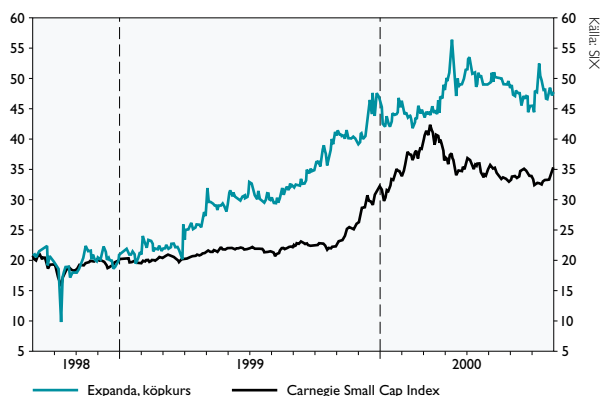


Nämnda LjungbergGruppen har framgångsrikt utvecklat sitt fastighetsbestånd och vid lämpliga tidpunkter avyttat de fastigheter som varit färdigutvecklade och mer lämpliga för institutionella fastighetsägare. Fastigheter i Kista och norra delarna av centrala Stockholm har tidigare utgjort de värdemässigt största enheterna. Sedan 1997 har dock utvecklingen av Atlas Copcos gamla kontors- och industriområde i Nacka (Sickla) till ett betydande affärs- och kontorscentrum tagit anseendiga resurser i anspråk. Detta och näraliggande områden tillhör de snabbast växande i Stockholmsregionen vad avser nyproduktion av bostäder. I takt med förädlingen av det sk

Sickla-området och de ökande hyresintäkterna kommer investeringen, enligt Svolders förmenande, att framstå som mycket lönsam. Omsättningen av aktier i Ljungberg-gruppen är minst sagt bristfällig och ger en tråkig image för ett i övrigt så framgångsrikt och välskött fastighetsbolag. Även LjungbergGruppen redovisar 1999/2000 sitt tredje år i rad med betydande värdetillväxt för Svolders substansvärde.

som holländska Ahold förvärvat delar av ICA-handlarna för, framstår Axfoods värdering som mycket blygsam. Det stora negativa substansvärdebidraget för tvåårsperioden härrör från föregående verksamhetsår.

EXPANDA (2 ÅR)



Expanda har utvecklats från ett industrikonglomerat till ett designföretag, om än med så kraftigt varierande delar som glasögonbågar och möbler. Först delades koncernen upp i en sågverksdel och en verkstadsgrupp. Den börs-mässiga framgången av uppdelningen uteblev och Svolder ökade samt koncentrerade sitt innehav till verkstadsdelen. Genom förvärvet av en grupp design- och verkstadsföretag från IndustriKapital lades grunden för nuvarande verksamhet. Senare följde försäljningar av de två dominerande verkstadsföretagen, vilket medförde att aktieägarna inte behövde genomföra en aviserad nyemission. Under de senaste två åren har resultat- och kursutveckling varit mycket god. Expandas marknadsvärde är för närvarande ca 400 MSEK. Utifrån Svolders interna krav på koncentration av aktieportföljen får innehav i bolag av Expandas storlek eller mindre, lätt den oönskade karaktären av att vara strategiska och illikvida. Till följd av koncentrationsskäl, men också av att Expanda uppnått flera nivålyft i sin värdering, har aktieinnehavet avyttrats under verksamhetsåret. Det samlade substansvärdebidraget om 18,4 MSEK för de senaste två åren har uppkommit genom en successiv värdeökning. I förhållande till investerat belopp framstår placeringen som mycket god.

Axfood är det nya namnet på Hemköp och D-gruppen. Genom Hemköps förvärv av D-gruppen reducerades huvudägarens potentiella intressekonflikter och en heltäckande och ledande distributör av livsmedel skapades. Tecken på förbättrat underliggande rörelseresultat för den samlade gruppen finns, men detta överskuggas av de stora reserveringar som gjorts i samband med sammanslagningen. Det är nu upp till den nya företagsledningen och styrelsen att genomföra de rationaliseringar som aviserats och att få ut de effektiviseringsvinster som utlovats. Hemköp har hittills varit en besvikelse för dess aktieägare, och utgöragemässigt fortsatt en belastning för aktien. Vid en jämförelse mellan Axfoods börsvärde och det pris

PORTFÖLJFÖRÄNDRINGAR 1999/2000

Aktieportföljen var vid ingången av verksamhetsåret överviktad relativt jämförelseindex mot Verkstad och Handel, samtidigt som den var underviktad mot IT-bolag och den finansiella sektorn. Denna portföljinriktning gällde under verksamhetsårets första sex månader, för att därefter bli mera normalviktad. Undervikten av i första hand IT-aktier bedömdes då inte längre kunna försvaras och betydande köp av tillväxtaktier genomfördes under period 3 (mars–maj 2000). Undervikten mot den finansiella sektorn, dvs fastighets- och investmentbolag, förändrades däremot inte i någon större utsträckning.

BRANSCHFÖRÄNDRINGAR I AKTIEPORTFÖLJEN

Bransch	Andel av portföljen i procent 2000-08-31	1999-08-31	Förändring
Verkstad	26,5	37,1	-10,6
Skog	3,7	1,2	2,5
Handel	12,0	12,6	-0,6
Fastighet och bygg	10,8	12,3	-1,5
Rederi	0,9	1,4	-0,5
IT	22,7	10,0	12,7
Investmentbolag	2,9	0,0	2,9
Övrigt	13,3	23,1	-9,8
Likvida medel	7,3	2,3	5,0
Summa	100,0	100,0	

Köp till aktieportföljen

TurnIT är verksamhetsårets största nettoförvärv, även efter det att justeringar för avknoppningen av IAR Systems genomförts. TurnIT påminner om ett förvaltningsbolag, inom IT-sektorn. Den fokusering på dotterbolagens kassaflöden och marknadspositioner som gjorts från TurnITs sida har resulterat i en, som Svolder bedömer det, betydligt lägre rörelse- och finansiell risk för koncernen än för merparten av investeringsalternativen inom IT-sektorn. Flertalet dotterbolag är vinstgivande och graden av börsmognad är i många av dotterbolagen hög. Detta gäller bland annat IAR Systems, som utvecklar programvaror för programmering av mikroprocessorer, och som knoppades av från TurnIT under verksamhetsåret.

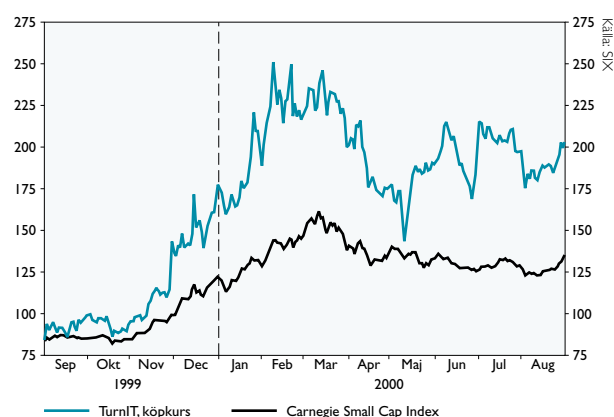
NETTOKÖP TILL AKTIEPORTFÖLJEN

Aktie	Antal	MSEK	SEK/aktie ¹⁾
TurnIT	356 000	81,3	228,30
Munksjö	855 800	54,7	63,90
SwitchCore	400 000	49,3	130,40
Gunnebo	610 000	47,3	86,00
Frontec	628 000	44,2	84,40
IFS	200 000	40,2	173,60
Utfors	150 000	36,8	245,40
NCC	465 600	34,6	74,40
Finnveden	275 000	31,6	114,90
Nolato	209 350	31,4	167,60

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

Svolder sålde senare innehavet i IAR Systems av koncentrationsskäl och en mindre vinst/substansvärdebidrag om 0,4 MSEK realiserades. Värdet av TurnITs tillgångar är sannolikt betydligt högre än den samlade koncernens börsvärde. Därför har ledning och styrelse bestämt sig för att fortsätta på den väg av avknoppningar och utförsäljningar som inleddes med IAR. Trots detta valde man att, efter verksamhetsårets utgång, expandera sin konsultverksamhet genom att lägga ett offentligt bud på Arete med betalning i lågt värderade TurnIT-aktier. Aktiemarknadens reaktion på förvärvet har varit negativ, även om det finns fördelar för TurnIT att samordna konsultverksamheten inför en sannolik senare avknoppning av hela konsultrörelsen. Svolders köp av aktier i TurnIT var timingmässigt dåligt genomfört och ett negativt substansvärdebidrag om 8,1 MSEK (-1,30 SEK per Svolderaktie) har därför uppstått.

TURNIT



Skogsindustrikoncernen Munksjö står inför en betydande resultatförbättring. Verksamheten inom dekorpapper börjar att utvecklas väl efter ett bekymmersamt 1999. Expansionen av massabrukets i Aspa kom lägligt utifrån höjda marknadspriser för just massa. Munksjö dominerar sedan flera år ägarmässigt av den irländska skogs-koncernen Jefferson Smurfit. Det som aktiemarknaden tidigare upplevde som en uppköpsmöjlighet, har på senare år förbytts i resignation kring Jefferson Smurfits behov av att vara verksamt inom kärnområdet förpackningar i Norden samt hur detta påverkar Munksjöns operativa verksamheter och strategiska förvärv. Även Munksjö har belastat substansvärdet under verksamhetsåret, -2,6 MSEK motsvarande -0,40 SEK per Svolderaktie.

SwitchCore är ett halvledarbolag som designar och marknadsför växelkretsar till nätverksindustrin. Bolaget har utvecklat en integrerad växelkrets som är betydligt snabbare och billigare än jämförbar prestanda hos konkurrenternas. Växelkretsen används i dataväxlar och med dess höga kapacitet avhjälpes den delar av flaskhalsproblematiken på internet. SwitchCore lanserade den första produktfamiljen under andra kvartalet och uppskattar årets orderingång till att bli mellan 90–200 MSEK. Den underliggande marknaden för SwitchCores produkter är mycket stor och snabbväxande. Aktien bör

ses som en högriskinvestering, men med mycket stor potential. I takt med att flera högteknologiska företag inte kunnat uppfylla aktiemarknadens förväntningar, och generellt sett belastats med höjda avkastningskrav, har även SwitchCore drabbats kursmässigt. Bolaget har på senare tid fått förutspeglade prototypordern och har även upprepat sin försäljningsprognos. Tilltron till denna typ av kommentarer från branschbolagen är dock i flera fall låg. SwitchCore aktien har belastat substansvärdet med 3,5 MSEK (–0,50 SEK per Svolderaktie) under verksamhetsåret.

Gunnebo är idag en ledande europeisk tillverkare av säkerhetsutrustning. Under de senaste två åren har koncernen deltagit i ett flertal strukturaffärer, och verksamheten har därigenom renodlats och expanderat. Effekterna har varit positiva och resultatutvecklingen har överraskat aktiemarknaden. Aktien har under verksamhetsåret gått väsentligt bättre än flertalet verkstadsaktier och har därmed bidragit med hela 25,3 MSEK, motsvarande 4,00 SEK per Svolderaktie, till substansvärdets tillväxt. Se även bolagsbeskrivning på sidan 35.

Svolder förvärvade en aktiepost i **Utfors** i samband med att bolaget i slutet av april genomförde en riktad nyemission till en grupp institutionella investerare. Utfors är en data- och teleoperatör som med egen infrastruktur levererar IP-baserade höghastighetstjänster till företag och privatpersoner i Norden. Byggandet av en egen infrastruktur finansieras genom att gräva ner fler rör, så kallade dukter, i marken än vad Utfors behöver. De produkter som Utfors inte har någon användning av säljs eller byts mot kapacitet i utlandet. Affärsidén är emellertid att erbjuda företag och privatpersoner bredbandstjänster. Det centrala för samtliga bredbandsoperatörer är att knyta upp intressanta innehållsleverantörer. Utfors, som kan garantera kapacitet och kvalitet, bör vara ett intressant alternativ för innehållsleverantörerna. Detta skapar möjligheter till stora framtida intäktskällor. Utfors har också tillsammans med ABB och Deutsche Telekom ansökt om en så kallad 3G licens för det kommande svenska mobilnätet. Dessa ansedda partners visar på högt förtroende för Utfors och ger bolaget en extra legitimitet. Aktiekursen har sedan den nämnda nyemissionen utvecklats svagt, och verksamhetsårets substansvärdebidrag blev –5,3 MSEK eller –0,80 SEK per Svolderaktie.

NCC aktien utvecklades svagt under våren efter en betydande extrautdelning och den första kvartalsrapporten för året. En successivt förbättrad byggmarknad, ökade investeringar i infrastruktur samt en god börsutveckling för de noterade konkurrenterna borde även ha påverkat NCC aktien positivt. Aktiemarknaden fokuserade i stället på initiala förluster för Arlandabanan (A-train) och nedskrivningen av delar av fastighetsbeståndet. Den nyligen publicerade sexmånadersrapporten visade att årets första kvartal var onormalt svagt, och att även NCC utvecklats positivt i takt med de gynnsamma marknadsbetingelserna. Aktien bidrog marginellt till substansvärdeupbyggnaden under de fyra månader som den ingick i portföljen.

Finnveden har successivt koncentrerat och expanderat verksamheterna inom motor- och plåtkomponenter samt fästelement. En stor kundkategori är fordonsindustrin, varför verksamheten successivt kommer att bli mer internationell. De globala kunderna har mycket väl utvecklade inköpsrutiner och marknaderna kännetecknas av stark konkurrens och prispress. Finnveden har uppvisat en god omsättningsökning inom sina kärnverksamheter de senaste åren, däremot till krypande rörelsemarginaler. Förväntningarna på Finnveden som aktie är inte högt uppskrivade, och små förbättrade marginaler kan därför snabbt få positiva börseffekter. Belastningen på substansvärdet blev 4,5 MSEK (–0,70 SEK per Svolderaktie) under verksamhetsåret. Efter verksamhetsårets utgång har Finnveden lagt ett offentligt bud på det kompletterande fästelementföretaget Bulten, som förväntas ge positiva resultateffekter redan under 2001.

FINNVEDEN



Försäljningar från aktieportföljen

I fjolårets årsredovisning kritiserades transaktionen där den tidigare huvudägaren i **Zeteco** sålde sina A-aktier till överkurs strax innan budplikt infördes på OM Stockholmsbörsen. Inblandade parter såg inte till att ett

NETTOFÖRSÄLJNINGAR UR AKTIEPORTFÖLJEN

Aktie	Antal	MSEK	SEK/aktie ¹⁾
Adcore	2 900 000	125,4	40,80
PartnerTech	595 000	80,5	134,10
Karo Bio	189 600	57,8	276,80
Zeteco	262 000	56,1	194,80
Provobis Hotel	1 750 000	54,9	30,70
Eldon	300 000	54,0	180,00
LGP Telecom	356 100	43,3	95,50
Ångpanneföreningen	266 400	34,9	124,30
Sardus	555 000	33,8	60,90
Expanda	718 400	32,9	45,30

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

offentligt bud lämnades för samtliga aktier. Genom försäljningen till konkurrenten Partek kom övriga aktieägare att hamna i en inlåst ägarposition. Zetecos ledning och styrelse har på ett förtjänstfullt sätt utvecklat verksamhe-

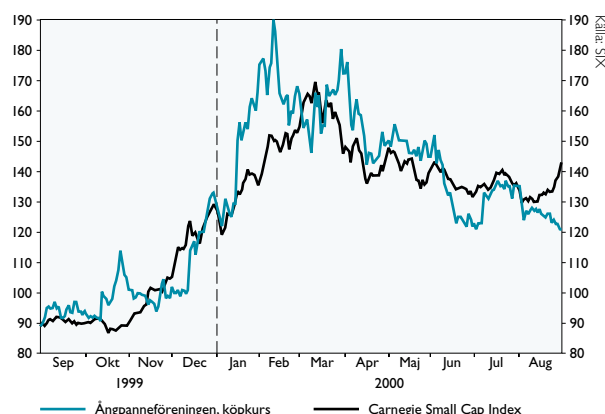
ten även under det senaste året. Trots ägarsituationen utvecklades aktien väl i förhållande till övriga verkstadsaktier. När det uppkom en möjlighet att till överkurs sälja innehavet valde Svolder tillsammans med de flesta institutionella ägarna att utnyttja tillfället. Partek har därefter fortsatt att förvärva Zetecoaktier på marknaden och senare även lagt ett offentligt bud på denna nivå. Verksamhetsårets substansvärdebidrag blev 19,2 MSEK, motsvarande 3,00 SEK per Svolderaktie.

Den ledande nordiska hotellkedjan Scandic Hotels lämnade i början av april ett offentligt bud på aktierna i Provobis Hotel och Restauranger AB. Svolder medverkade 1997 i den ägarspridning som då genomfördes i Provobis. Aktieinnehavet utökades senare då en option, tecknad i samband med ägarspridningen, utnyttjades. Provobis brottades vid detta tillfälle med problem kopplade till hamburgerkedjan Clock. Därefter har företagsledningen sålt Pizza Hut verksamheten, successivt avvecklat Clock samt framför allt förbättrat hotellverksamhetens beläggning och marginaler. Svolder meddelade i anslutning till att erbjudandet offentliggjordes att det skulle accepteras. Svolder valde senare kontantalternativet 31 SEK per Provobis aktie. Härigenom kom en vinst om 36 MSEK och ett substansvärdebidrag om 26 MSEK (4,10 SEK per Svolderaktie) att realiseras under verksamhetsåret.

Under hösten 1999 förvärvade den högteknologiska verkstadskoncernen Arkivator det onoterade LGP Telecom AB. På så sätt tillfördes bolaget konstruktionskunnande och kompletterande produkter. I samband med förvärvet framfördes farhågor kring hur bolaget skulle bemötas hos traditionellt stora kunder då man samtidigt började tillverka och utveckla konkurrerande produkter. På starkt expansiva marknader torde detta vara ett mindre problem än på mogna, varför Svolder utnyttjade en period av kurssvaghet till att öka innehavet under september 1999. Arkivator, eller **LGP Telecom** som bolaget nu heter, har därefter presterat goda resultatrapporter men även lyckats förändra aktiemarknadens bild av företaget från en kontraktstillverkare till en producent med egenutvecklade produkter inom Telekom. Den uppvärdering som skedde under höst och vinter föranledde Svolder

att av värderingsskäl sälja hela innehavet i Arkivator. Härigenom har ett betydande substansvärdebidrag om 26 MSEK (4,00 SEK per Svolderaktie) realiserats.

ÅNGPANNEFÖRENINGEN



Konsultföretaget **Ångpanneföreningen (ÅF)** har inte förmått utnyttja en allt starkare industrikonjunktur eller de förvärv som gjorts av bland annat utbildningsföretag. Den expansion som skett under nittioalet har inkluderat affärsområdet "Kontroll och Besiktning", som fortfarande belastar företagets resultat. Ett antal fastprisuppdrag har likaså gått snett under en period där andra konsultföretag framgångsrikt expanderat sin kärnverksamhet. ÅF och dess personal besitter ett högt teknologiskt kunnande. Bolaget har vidare starka finanser, inte minst via ett attraktivt fastighetsbestånd. Bokslutskommunikén för 1999 var i dubbel bemärkelse en besvikelse. Resultatmässigt var det svagt och dessutom sänktes utdelningen från det finansiellt starka företaget. Under år 2000 har bolaget, i likhet med flertalet konsultbolag, fått sig tilldelat betydande SPP-medel. Inte ens detta har påverkat ÅFs aktiekurs i någon större utsträckning. Svolder valde att under de första sex månaderna av verksamhetsåret att sälja sitt aktieinnehav. Substansvärdebidraget blev goda 11,0 MSEK (1,70 SEK per Svolderaktie), som dock följer ett svagt 1998/99.

AKTIEPORTFÖLJEN 2000-08-31

	Antal aktier	Kurs (SEK)	Marknads- värde (MSEK)	Andel av substans- värde %	Summa substans- värde %	Bransch- vikt i CSX %	Ack. värde- förändring %	Brutto- exponering (SEK)	Andel av bolagets kapital %	Andel av bolagets röster %
Verkstad					26,5	20,2	14,4			
Haldex	772 400	97,00	74,9	5,6				11,70	3,5	3,5
Nolato	366 050	196,00	71,7	5,3				11,20	1,9	1,0
Gunnebo	610 000	117,00	71,4	5,3				11,20	2,9	2,9
Nibe	425 000	125,00	53,1	3,9				8,30	7,2	3,0
KMT	268 900	116,50	31,3	2,3				4,90	5,4	5,4
Finnveden	275 000	94,00	25,8	1,9				4,00	2,6	2,6
ProfilGruppen	500 000	42,50	21,2	1,6				3,30	8,7	3,9
Viking Telecom	167 600	36,50	6,1	0,5				1,00	0,9	0,9
Skog					3,7	1,0	-0,6			
Munksjö	855 800	58,50	50,0	3,7				7,80	2,0	2,0
Handel					12,0	4,3	1,9			
Axfood (fd Hemköp)	680 100	64,50	43,8	3,3				6,90	1,3	1,3
Beijer Electronics	610 000	71,00	43,3	3,2				6,80	9,8	9,8
G&L Beijer	610 000	55,00	33,6	2,5				5,20	9,8	5,1
Wedins	605 000	40,70	24,6	1,8				3,80	8,0	3,6
JC	295 200	44,00	13,0	1,0				2,00	3,2	3,2
Mekonomen	30 000	90,00	2,7	0,2				0,40	0,4	0,2
Fastigheter och Bygg					10,8	9,9	4,3			
JM	388 000	181,00	70,2	5,2				11,00	1,2	0,9
LjungbergGruppen	284 100	140,00	39,8	3,0				6,20	3,7	1,7
NCC	465 600	75,00	34,9	2,6				5,50	0,4	0,1
Övrigt					13,3	31,1	10,3			
SwitchCore	400 000	114,50	45,8	3,4				7,20	0,7	0,7
Lindab	437 000	103,00	45,0	3,3				7,00	1,8	0,9
Graphium ¹⁾	318 400	115,00	36,6	2,7				5,70	10,3	10,3
Utfors	150 000	210,00	31,5	2,3				4,90	0,4	0,4
Affärsstrategerna	552 200	36,50	20,2	1,5				3,10	6,2	3,1
IT-Bolag					22,7	22,9	17,0			
Frontec	1 503 000	106,00	159,3	11,8				24,90	5,6	3,0
TurnIT	356 000	205,50	73,2	5,4				11,40	2,1	1,9
IFS	200 000	144,00	28,8	2,1				4,50	0,4	0,2
Mind	1 077 000	24,40	26,3	2,0				4,10	2,7	2,7
AcadeMedia	218 450	83,00	18,1	1,3				2,80	6,8	4,1
Investmentbolag och Banker					2,9	10,1	1,1			
Geveko	162 100	159,50	25,9	1,9				4,00	3,8	1,5
Atle	100 000	128,00	12,8	1,0				2,00	0,2	0,2
Rederier					0,9	0,5	-0,1			
B&N Nordsjöfrakt	1 000 000	11,80	11,8	0,9				1,80	5,4	3,4
Likvida medel mm			98,1	7,3	7,3	-	0,3	15,40		
Totalt			1 345,1	100	100	100	48,6	210,20		
Värdeförändring efter förvaltningskostnader							47,6			

¹⁾ Köpoptioner har utfärdats till verkställande direktören i Graphium (11 500 aktier). Erhållen premium, totalt 58 kSEK har skuldförts.
Det totala lösenpriset plus erhållen premium uppgår till 0,9 MSEK.

I tabellen kan exempelvis utläsas följande information. Svolders största innehav är Frontec med ett marknadsvärde på 159,3 MSEK, motsvarande 11,8 procent av substansvärdet. Frontec är ett IT-bolag som tillsammans med övriga företag inom branschen svarar för 22,7 procent av Svolders substansvärde. Motsvarande värde för IT-bolag i CSX är 22,9 procent. Portföljen är sålunda underviktad mot IT-bolag jämfört med CSX. Av Svolders substansvärdetillväxt från den 1 september 1999 svarade IT-aktierna för 17,0 procentenheter.

PORTFÖLJINRIKTNING 2000/01

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

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

VÄRDERING

Sedan våren 1993 har Svolder löpande värderat aktier i småbolag relativt aktier i stora bolag och funnit att småbolagsaktier haft en lägre värdering. Skillnaderna krympte emellertid fram till hösten 1997, för att därefter ånyo bli väsentligt större. För att få referensgrupperna så lika som möjligt behandlar analysen nedan endast de mer stabila småbolagen, dvs de som betalar aktieutdelning.

FINANSIELLA NYCKELTAL SEPTEMBER 2000¹⁾

	Stora bolag	Små bolag	Svolders portfölj
P/E 2000p	15,8	12,9	12,0
P/E 2001p	14,3	10,7	9,4
Räntabilitet på eget kapital 2000p %	12,9	14,5	11,3
Soliditet %	49	47	44
P/EK %	257	160	141
Direktavkastning prognos %	2,1	3,3	3,8
Utdelningsandel 2000p %	36,4	41,9	37,5

¹⁾ Nyckeltalen är medianvärden. Analysen avser 142 små bolag och 24 stora, vilka samtliga förväntas lämna utdelning för år 2000. Svolders värden baseras på portföljbolag som antas lämna utdelning. Definitioner redovisas på sidan 50. Källa: Affärsvärlden och Svolder.

Småbolagens prognostiserade vinster år 2001 värderas på börsen endast till knappt 11 gånger, vilket är något lägre än motsvarande nyckeltal för år 2000 i fjol. Storbolagen är genomgående högre värderade utifrån vinstantaganden, lönsamhet på eget kapital, eget kapital och direktavkastning. Trots storbolagens något högre soliditet, betalar de små bolagen en högre del av sin vinst till aktieägarna. Värderingsskillnaderna mellan små och stora bolag är dock sammantaget något mindre än i fjol.

Andelen bolag i CSX som inte betalar någon aktieutdelning ökar. Detta följer ökningen av tillväxtbolag, vilka sällan har vare sig ambition eller kapacitet att lämna utdelning. Endast 55 procent av småbolagen lämnar

utdelning, medan motsvarande siffra för de stora bolagen är hela 90 procent. Däremot visar tabellen ovan att de småbolag som delar ut pengar, gör det till större del av vinsten och till högre andel i förhållande till börsvärdet än motsvarande stora bolag.

Svolders portföljvärden, baserade på samtliga jämförbara utdelande bolag, visar på en något mer attraktiv värdering än för nämnda småbolag; lägre P/E-tal, högre direktavkastning och en lägre värdering av det egna kapitalet. Den lägre värderingen av det egna kapitalet motverkas dock av att aktieportföljens utdelande bolag har en något lägre räntabilitet på eget kapital än jämförbara småbolag. Svolders förväntade utdelningar från de aktier som på balansdagen ingick i aktieportföljen beräknas till ca 32 MSEK, motsvarande drygt 2,5 procent av portföljvärdet.

Ett annat sätt att redovisa portföljen

Svolders aktieportfölj kan åskådliggöras som i diagrammet på följande sida, där de enskilda aktierna värderas utifrån:

- *Förväntad lönsamhet på eget kapital i förhållande till ränteläget.*
- *Börsens värdering av bolagets egna kapital.*

Prognosår för lönsamhetsberäkningen är 2001. Justerat eget kapital avser förväntade redovisade värden år 2000. Räntenivån utgörs av ett viktat värde per utgången av augusti 2000 (1/3 penningmarknads- och 2/3 obligationsränta). Värdet på lönsamhetsaxeln anger hur många gånger högre lönsamheten på det egna kapitalet förväntas vara jämfört med det viktade räntevärdet. Börskurser avser utgången av augusti 2000.

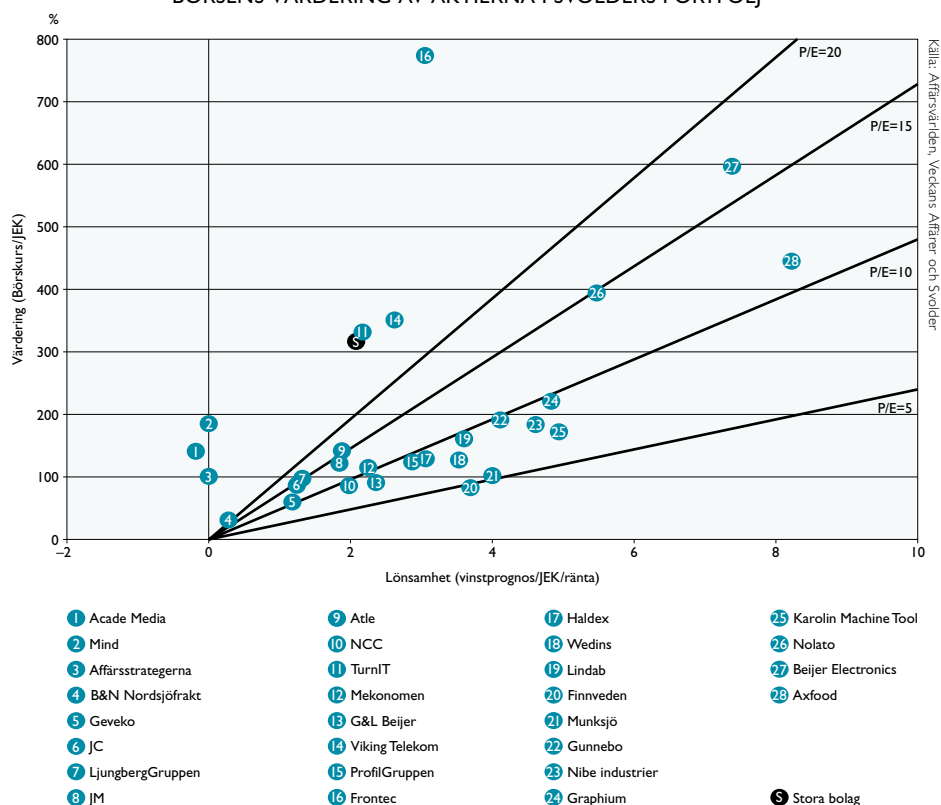
Angivna linjer visar vid de värden på respektive axel där P/E-talet är konstant, dvs där högre lönsamhet kompenserar en högre värdering av det egna kapitalet eller omvänt. Med vinstmultiplern P/E menas här det antal gånger den förväntade vinsten år 2001 som börsen den 31 augusti 2000 är beredd att betala för aktierna i ett aktuellt bolag.

Ju längre ner mot lönsamhetsaxelns högra hörn som punkten för en aktie är, ju lägre värderad är den i förhållande till den förväntade vinstnivån år 2001. På motsatt sätt, ju närmare och högre utmed värderingsaxeln punkten är, desto högre värderad är aktien. En aktie som ligger till vänster eller direkt ovan en annan måste kompensera detta med snabbare vinsttillväxt för att motivera den högre värderingen.

Diagrammet visar att flertalet av portföljens aktier värderas mellan 7 och 10 gånger den förväntade vinstnivån år 2001, vid den viktade räntenivån 4,8 procent (ultimo augusti 2000). Detta tyder på ett konsekvent analys- och förvaltningsarbete. Aktier som värderas till ca 15 gånger årsvinsten kännetecknas av högre förväntad tillväxt, av såväl Svolder som aktiemarknaden.

Några aktier sticker ut på grund av sin särprägel som forsknings- eller utvecklingsbolag. Detta gäller i första hand **Utfors** och **SwitchCore**, vilka båda har ett antal år av tunga investeringar framför sig innan det visar sig om

BÖRSENS VÄRDERING AV AKTIERNA I SVOLDERS PORTFÖLJ



de uppnått önskad marknadsposition och därmed förväntat positivt kassaflöde. Utfors och SwitchCore får därför inte ens plats i denna figur, något som även gäller affärssystemleverantören IFS. IT-företagen **Mind** och **AcadeMedia** ligger båda utmed värderingsaxeln, vilket indikerar nollresultat eller sämre år 2001. Under innevarande år bör de båda bolagen kunna bevisa om de framtidsförväntningar som finns på dem är motiverade – utvecklingen under verksamhetsåret 1999/2000 var svag. **Viking Telekom**, **TurnIT** och framför allt **Frontec** har höga värderingar i förhållande till vinstnivåerna. De två förstnämnda har dock själva eller genom dotterbolag väl upparbetade marknadspositioner, hög tillväxt och historiskt god vinstutveckling. I Frontecs fall påverkas de redovisade nyckeltalen exceptionellt mycket av intressebolaget Viewlocity, som står inför en notering på amerikansk börs. Viewlocity har genomgående redovisat betydande förluster som tårt på koncernens egna kapital och som först vid en framgångsrik notering eller avyttring kan normaliseras.

Två aktier utmärker sig genom en mycket försiktig marknadsvärdering – verkstadsgruppen **Finnveden** och skogsindustrikoncernen **Munksjö**. Förväntningarna är mycket lågt ställda med aktiekurser som motsvarar omkring 5 gånger de förväntade årsvinsterna för 2001. Även om 2001 kan vara höjdpunkten för bolagens vinster i denna högkonjunktur, diskonterar placerarna ett betydande långvarigt vinstfall.

INTERNATIONELLA FÖRHÅLLANDEN

Den högkonjunktur som präglat USA under större delen av nittioalet förefaller nu vara på väg att mattas av. Detta syns inom flera industrigrenar. Lagren ökar, vinstvarning-

ar avlöser varandra och ökande råvarupriser tär på marginalerna. Produktivitetsförbättringarna har fram till nu varit goda, men det är osäkert om de kan bestå i ett läge när tillväxttakten avtar. Den starka dollarkursen åberopas av flera internationella bolag som grund för vinstvarningarna. Detta kan tyckas vara en normal faktor att beräkna, men det är Svolders uppfattning att svenska analytiker har bättre förmåga att se valutaeffekter för respektive bolag än amerikanska. Kanske beror detta på Sveriges historiskt sett svaga valuta och stora utlandsberoende. Om det endast vore dollareffekter som förorsakade vinstvarningarna, borde flertalet svenska bolag och dess aktier inte drabbas negativt av de amerikanska vinstvarningarna. Förmodligen finns det också en vilja från bolagens sida att hänvisa till opåverkbara externa faktorer som valutor, snarare än till höjt kostnadsläge och avtagande efterfrågeökningar. Händelser i USA får emellertid alltid stor påverkan på omvärlden utifrån landets betydelse för världsekonomin och de amerikanska placerarnas stora förvaltningskapital.

Även i Europa har industrins framtidsförväntningar sänkts på senare tid. Detta kan tyckas förvånande då valutasituationen är mycket gynnsam för europeisk exportindustri till följd av Eurons kraftiga försvagning mot såväl Dollar som Yen. Kanske avspeglas den inflationsoro som den europeiska centralbanken ECB uttrycker via stram penningpolitik.

Sammantaget bedömer Svolder att de internationella företagens vinstförbättringstakt var som störst under försommaren 2000, och att betydligt lägre tillväxttal kommer att känneteckna vinstutvecklingen under innevarande verksamhetsår. Försämringarna sker dock från en hög vinst- och aktivitetsnivå. Det är därför tveksamt om BNP

nedgången blir så kraftig att den utmynnar i en recession, dvs att två kvartal med negativ tillväxt inträffar efter varandra. Risken för sk ”hard landing” ökar dock i takt med att råvarupriser håller sig på höga nivåer, arbetslösheten förblir låg och att centralbankerna inte vågar expandera penningpolitiken. I synnerhet den amerikanska centralbanken FED har ett närmast gudomligt anseende på dagens kapitalmarknad, och centralbankens förmåga att framgångsrikt anpassa penningpolitiken efter olika omvärldsfaktorer är oomtvistad. Sänkt styrränta skulle därmed snabbt få positiv signalverkan på aktie- och obligationsmarknader i USA och omvärlden, och skulle åtminstone i det korta perspektivet förpassa reces-sionsshoten till glömska.

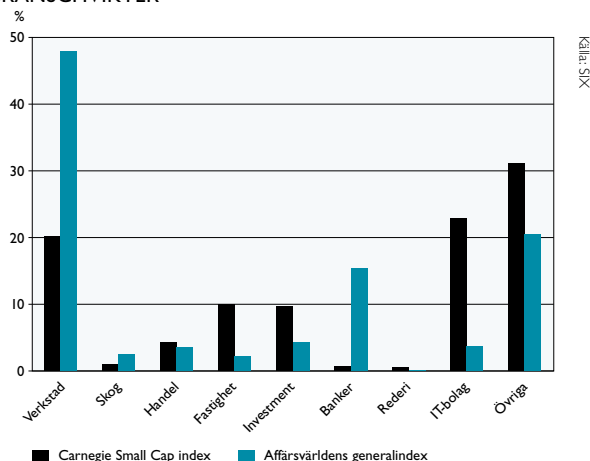
Aktier – en del av hushållsekonomin

De räntesänkningar som noterats på flertalet obligationsmarknader under sommarmånaderna år 2000, utgör i sig en god respons för det ökande intresset för obligationer i förhållande till aktier. Sänkta obligationsräntor brukar däremot mycket sällan ge några längre negativa följdverkningar på aktiemarknaderna eftersom sänkta räntor leder till sänkta avkastningskrav hos placerarna. Ett väsentligt hot mot västvärldens aktiemarknader är om det kraftigt ökande aktiesparandet, direkt eller indirekt via fonder, skulle avta. Aktiemarknadernas utveckling utgör därför en allt centralare del av hushållsekonomin än som tidigare varit fallet. En långvarig dålig börsutveckling kan sålunda leda till en negativ påverkan på investerings- och konsumtionsvilja.

BRANSCHÖVERSIKT

Branschuppdelningen för jämförelseindex CSX skiljer sig åt från den samlade börsen. Aktier i fastighets-, handels- och IT-företag är överrepresenterade i småbolsindex. Omvänt gäller att banker och försäkringsbolag i princip saknas i CSX och att läkemedels- och telekomföretag är underviktade. Den stora andelen verkstadsaktier inom AFGX beror på Ericsson.

BRANSCHVIKTER



Aktier i industribolag – främst inom branscherna Verktad och Skog – har genomgående låga, eller mycket låga börsvärderingar. Detta har gett upphov till höjd

uppköpsaktivitet, något som förväntas fortsätta. Mot detta talar att vinsttillväxttakten troligtvis passerat toppen och att även om vinsterna kommer att öka under åtminstone ytterligare ett år, så kommer takten i förbättringarna att snabbt klinga av. Ett på detta sätt försämrat ”vinstmomentum” brukar inte tas emot väl av placerarna, och är förmodligen skälet till den negativa inställningen till flera industribolag. Av värderingsskäl bedömer vi att portföljen i varje fall inte skall vara underviktad i industribolag. Särskilt kommer företag som kan uppvisa vinststabilitet de närmaste två åren eller som blir eller förväntas bli uppköpta, att ha störst möjligheter att skapa värden för sina aktieägare.

Konsumtionsboom

Handelsföretag gynnas av stark privat konsumtion. Ökade reallöner, minskad arbetslöshet, låg inflation och gynnsamma kapitalmarknadsrörelser har tillsammans skapat de mest positiva uppfattningarna bland svenska konsumenter under den senaste tioårsperioden. De volym- och prisförbättringar som detaljhandeln genom inte minst julhandeln bör kunna notera kommer även att leda till kraftiga vinstlyft, vilka borde överföras till aktieägarna genom generösa utdelningspolicies. De flesta mindre handelsföretag har mot denna bakgrund mycket låga värderingar.

Teknologiaktier

Bilden kring IT och olika tillväxtföretag är splittrad. Ny teknologi har i många sammanhang effektiviserat produktion och tjänsteutbud i sådan utsträckning att efterfrågan ter sig oändlig. Samtidigt är det värt att påpeka att teknisk utveckling vanligen leder till successivt lägre priser, att unik kunskap snabbt blir allmän och att intäkter är väsentligt svårare att prognostisera jämfört med kostnader. Den utslagning som börjat av företag med starkt negativa kassaflöden, bristande kostnadskontroll och ohämmad expansionslusta är logisk men samtidigt oroande för tillväxtbranschernas förmåga att attrahera riskkapital. Aktörer på kapitalmarknaden agerar ofta på liknande sätt, styrda av indexjämförelser och snabbt skiftande penningflöden från enskilda fondsparare. Riskkapitalets företrädare har under sommar och höst år 2000 blivit mycket mer negativt inställda till rörelserisker och finansiella risker hos just tillväxtbolag, vilket för dessa resulterat i kraftigt höjda riskpremier och avkastningskrav. Denna utveckling bedöms fortsätta och värderingarna är generellt sett höga trots betydande kursfall. Tillväxtbolag med kraftigt negativa kassaflöden, instabil finansiell ställning och osäkra intäktskällor bedöms ha ett bekymmersamt år att se fram emot.

Därmed inte sagt att alla tillväxtbolag är ointressanta som placeringsobjekt, tvärt om. Placerarnas, företagens, allmänhetens och medias stora intresse för ny teknologi har etablerats. Kapitalflödena från bland annat det individualiserade pensionssparandet ser i stor utsträckning också ut att gå till tillväxtsektorer. Centralt för flertalet svenska tillväxtbolags kursutveckling är att aktierna i de globala branschaktörerna Ericsson och Nokia utvecklas

på ett gynnsamt sätt. Det brukar som bekant också vara i dåliga tider som "agnarna skiljs från vetet" och "när det är som mörkast, blir det bara ljusare". Även om börsturbulensen i skrivande stund är hög, kommer det inte att leda till att Svolder slutar att bevaka tillväxtbolagen. Snarare kommer analysarbetet att intensifieras.

Fastighetsbolag bäst på aktieägarvärde?

Intresset för bygg- och fastighetsaktier har ökat under året. En målmedveten arbetsinsats från ledningar, styrelser och många ägare har lett till ett mycket mer aktieorienterat synsätt på verksamheten än som visats i historien, då aktieutdelningar och bolagsinformation knappt existerade. Förbättrade synliga resultat, höjda aktieutdelningar, gedigen redovisningsinformation och ökad förvärvsaktivitet med kontant likvider har resulterat i en god kursutveckling. Självfallet har höjda hyresnivåer för kommersiella lokaler, bostadsbrist i centralorter och ökade infrastrukturinvesteringar också påverkat utvecklingen. De intäktsökningar som kommer av omförhandlingar av flerårsavtal har allt mer börjat diskonteras av aktie- och fastighetsmarknaden, däremot inte att den i storstäderna hyresdrivande "nya ekonomins" företag börjat se över sina kostnader. De svårare tider som dessa nu upplever bör därför få avkylande effekter på fastighetsmarknaden.

Bostadsbristen i expansiva regioner som Stockholm är akut och hotar den regionala tillväxten. De företag som tidigt engagerade sig i utvecklingsprojekt för att skapa bostäder, affärscentra och attraktiva kommersiella lokaler i just Stockholmsregionen har av Svolder bedömts bli de stora vinnarna bland fastighetsbolagen. Den uppfattningen har inte förändrats trots god kursutveckling för dessa bolag – i första hand JM och LjungbergGruppen.

IT- OCH FASTIGHETSINDEX



Trygga placeringar

Läkemedelsaktier har på senare tid utgjort "säkra papper" för placerarna – dramatiskt skilt från utvecklingen 1999 då de i stället befann sig i stryckklass. Detta visar åter på den rörlighet som kännetecknar dagens aktiemarknader. De megafusioner som gjorts inom läkemedelsbranschen har motiverats av effektiviserings- och marknads-skäl, inte så mycket för att öka resurserna inom forskning och utveckling. Flera av de mindre bioteknikbolagen, i USA och omvärlden, har däremot varit mycket innova-

tiva. De baserar sitt arbete på bioteknik, inte på kemiskt kunnande kring vilket en stor del av läkemedelsindustrin är uppbyggd. Ett sätt för dessa att öka den egna kompetensen och försörjningen av nya läkemedel är att förvärva eller sluta samarbetsavtal med bioteknikbolag. Trots höga börsvärderingar för dessa bolag, bedöms branschen vara mycket intressant.

Svolder anser det också viktigt att särskilja på bioteknik och övriga sjukvårdsrelaterade verksamheter, exempelvis Medicinsk Teknik och Service. Dessa är vanligen starkt påverkade av offentliga besparingsprogram och beroende av en icke marknadsstyrd prissättning.

Fortsatt förvärvsaktivitet

Flertalet industri- och handelsföretag har stark finansiell ställning och betydande tillväxtambitioner. Dessa är lättast att uppnå via förvärv, och bedömningen är fortsatt att det inom den sk "gamla ekonomin" kommer vara hög uppköpsaktivitet.

Den strukturomvandling som tidigare skett i den sk "nya ekonomins" företag har genomförts utifrån "sedel-pressteori". När det i princip inte gått att bankfinansiera förvärv inom exempelvis IT-sektorn har förvärv med aktier i stället för kontanter eftersträfvats. Genom höga aktiekurser på förvärvande bolag blir dessa förvärv extra intressanta då nyckeltalen härigenom kan förbättras. Tanken har varit att skapa andra värden på förvärvsvalutan aktier än reda pengar. Denna förvärvsdörr har nog stängts för de aggressivaste förvärvarna. Köp av IT-företag med betalning i de aktier, som accepteras av säljarna, torde inte bli särskilt framgångsrika. De aktier som idag accepteras som apportvaluta är förmodligen relativt sett lågt värderade i förhållande till genomsnittet på marknaden. Efter förvärvet uppstår vanligen ett säljtryck från ägarna till de nyemitterade aktierna. Paralleller kan dras med fastighetsbranschen, som först på senare år återgått till "pengaekonomi" och därmed nått värderingsframgångar.

De IT- och tillväxtföretag som däremot har betydande finansiella resurser kan bli långsiktiga vinnare om de lyckas hantera rådande börsturbulens på ett klokt sätt.

RELATIV OCH ABSOLUT AKTIEVÄRDERING

Aktiemarknadens aktörer arbetar till övervägande del med relativa jämförelser, inte att skapa absoluta värden. Har exempelvis den enskilde andelsägaren gjort ett aktivt val genom att placera i en bransch- eller länderfond strävar förvaltaren att vara bättre än jämförelsegruppen utan att ta hänsyn till räntenivåer, avkastningskrav eller dylikt. Även Svolder arbetar med relativbegreppet genom att ange att bolagets främsta mål är att överträffa jämförelseindex CSX. Utifrån ett sådant synsätt krävs också ett riskresonemang kring hur stora avvikelser portföljen skall ha i förhållande till index. I takt med att den svenska småbolagsmarknadens inslag av tillväxtbolag har ökat, har också karaktären på Svolders placeringar därför delvis förändrats.

RISKANALYS

Risikanalyser efterfrågas i ökad utsträckning av institutionella placerare och professionella aktörer på kapitalmarknaden. Modern portföljteori definierar ordet risk som en avvikelse, positiv eller negativ, från ett normalvärde. Grunden till portföljteorin syftar till att försöka skapa en aktieportfölj som ger maximal avkastning vid en bestämd risknivå. Svolder har i likhet med tidigare verksamhetsår bett Rickard Werneker, kvantanalytiker vid QiTech AB, och kvantanalytiker Mikael Raab att göra en analys över såväl substansvärdets som börskursens risk jämfört med Carnegie Small Cap Index (CSX) under verksamhetsåret 1999/2000.

Sammanfattning

Svolders portfölj och Carnegie Small Cap Index (CSX) uppvisar båda en betydligt högre avkastning jämfört med föregående år. Svolders portfölj har i likhet med förra året en lägre risk (volatilitet) än jämförelseindexet CSX, dock på bekostnad av lägre avkastning. En annan förändring jämfört med tidigare år är att volatiliteten på Svolderaktien har minskat och nu ligger på ungefär samma nivå som volatiliteten på substansvärdet respektive CSX. Samvariationen mellan Svolderaktien och substansvärdet är fortsatt låg, delvis beroende på stora variationer i den sk substansvärderabatten

Genom konstruktion av en effektiv front får man ett mått på hur nära en teoretiskt optimal portfölj Svolders ligger. En sådan analys visar att Svolders portfölj genom en annan viktning kunnat uppnå samma avkastning med ca 10 procent lägre volatilitet.

Verksamhetsåret 1999/2000

Svolders portfölj har under verksamhetsåret avkastat 41,8 procent utöver utdelningen på 5,7 procent. Det jämförelseindex Svolder använder, Carnegie Small Cap Index (CSX), avkastade under samma period 61,6 procent, med en uppskattad snittutdelning på 2,2 procent. Avkastningen har därmed varit betydligt högre för CSX. Jämfört med förra året är avkastningarna betydligt högre både för Svolderportföljen och CSX.

AVKASTNING

	Avkastning	Utdelning
Substansvärdet	41,8%	5,7%
Svolderaktien	34,9%	5,7%
CSX	61,6%	2,2%

Svolderaktien har avkastat 34,9 procent (utan hänsyn till utdelningen), vilket kan jämföras med avkastningen på substansvärdet på 41,8 procent. Anledning till skillnaden är att den så kallade substansvärdesrabatten, dvs skillnaden mellan Svolderaktiens pris och substansvärdet per aktie, har varierat kraftigt under året mellan 9 procent strax innan utdelningstillfället och maximala 29 procent i mars. Den kraftiga variationen i substansvärdesrabatten har också medfört en låg samvariation mellan Svolderaktien och substansvärdet.

Korrelation

Samvariationen (korrelationen) mellan Svolderaktien och substansvärdet har minskat sedan förra året och är nu nere på 0,33. Detta tyder på att andra faktorer än den underliggande portföljen bedöms som viktiga i värde-

ringen av bolaget. Korrelationen mellan substansvärdet och CSX har även den minskat sedan förra året men är betydligt högre med en korrelation på 0,88. Portföljen har i år i den meningen avvikit mer från jämförelseindexet.

Volatiliteten har detta verksamhetsår ökat för substansvärdet och CSX men minskat för Svolderaktien. Utifrån de faktiska siffrorna ser man att det inte skiljer speciellt mycket mellan volatiliteten för substansvärdet, Svolderaktien och CSX. Detta är en markant förändring från tidigare år då volatiliteten på Svolderaktien var betydligt högre än motsvarande värde för substansvärdet. I år är till och med volatiliteten lägre för Svolderaktien än för CSX.

KORRELATION

	Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
Substansvärdet	1,00		
Svolderaktien	0,33	1,00	
CSX	0,88	0,29	1,00

VOLATILITET

Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
22,9%	23,4%	26,1%

Sharpe-kvot

Sharpekvoten är ett riskjusterat avkastningsmått där ett högre värde anger en högre 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 lägre Sharpekvot än substansvärdet beror väsentligen på att substansvärderabatten ökat. Volatiliteten för substansvärdet och Svolderaktien har varit relativt lika.

	Substansvärdet	Svolderaktien	CSX
Sharpekvot	1,87	1,54	2,26

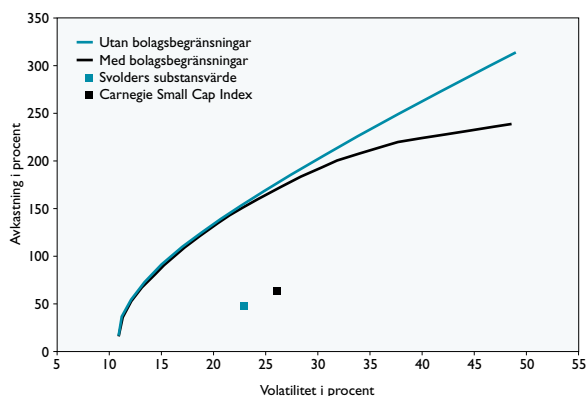
Analys av effektiva fronten

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

Om inga begränsningar sätts på de ingående aktiernas andelar i portföljen kommer utseendet på fronten bli en andragradskurva. 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, att begränsa innehav i illikvida aktier mm. I Svolders fall är det sista kravet inte minst viktigt, eftersom aktieportföljen består av just småbolag.

EFFEKTIVA FRONTEN ¹⁾



¹⁾ Bolagsbegränsningarna innebär att ingen enskild aktie får utgöra mer än 15 procent av Svolders aktieportfölj samt att maximalt 15 procent av ett bolag får innehas.

Analysen av Svolders aktieportfölj har skett i två steg. Initialt har endast positivitetskrav (ingen blankning) på de enskilda aktierna satts. Effektiva fronten utgörs då av den vänstra kurvan i figuren. Stor avkastning med hög risk uppnås genom att få enskilda bolag står för en stor del av portföljen. Detta ger en dålig riskspridning och strider mot Svolders regler att maximalt 15 procent av Svolders

portfölj får placeras i ett enskilt bolag. Lägre avkastning men också lägre risk kan fås genom jämnare spridning i flera bolag. Här måste dock begränsningar sättas på de alltför små bolagen. Som ett andra steg i analysen införs därför den ovan nämnda restriktionen att de enskilda bolagen maximalt får stå för 15 procent av Svolders portfölj. Dessutom sätts begränsningen att Svolders innehav i ett enskilt bolag maximalt får uppgå till 15 procent av bolagets börsvärde, även detta i enlighet med de placeringsregler Svolder följer. Resultatet blir den högra kurvan i figuren. Denna kurva ger en mer realistisk bild av möjliga avkastnings- och volatilitetsnivåer, och bör därför vara lämpligare att använda vid en bedömning av Svolders portfölj.

I figuren ser man att avvikelsen mellan de båda frontkurvorna ökar med växande risk. Anledningen är givetvis 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 avvikelsen i kurvorna. Likviditetsaspekter gör dock att portföljer i området mellan de bägge kurvorna knappast är realistiska i praktiken.

Den slutsats man kan dra av figuren ovan är att Svolders portfölj genom en annan viktning av bolagen kunnat uppnå samma avkastning med en betydligt lägre volatilitet. Som framgår av grafen är det i *teoretisk* mening möjligt att uppnå samma avkastning som Svolders portfölj, men med ca 10 procent lägre volatilitet.

SVOLDERS KOMMENTAR

Verksamhetsåret 1999/2000 utgör det enda av de senaste fyra åren, då bolagets substansvärdetillväxt inte överträffat CSX. Under tidigare år skapades dessutom meravkastning för substansvärdet till lägre risk (volatilitet) än hos jämförelseindex. Substansvärdet, eller i praktiken aktieportföljen, har fortsatt en lägre risk än CSX även om avkastningen 1999/2000 varit otillfredsställande.

Det svaga utfallet hänger mycket samman med de två aktierna Framfab och Icon Medialab, vilka periodvis varit väsentliga i CSX fastän de egentligen varit för stora för småbolagsindex. Att under slutet av 1999 inte ha ägt dessa aktier har ur portföljrisksynpunkt framstått som en farlig strategi. När kurserna i aktierna senare under verksamhetsåret föll, hade de däremot hunnit lämna index och gav då inte någon positiv relativ performance för portföljen.

Substansvärdets fortsatt höga samvariation (korrelation) med CSX, bekräftar att Svolders val av jämförelseindex är korrekt. Korrelationen mellan börskurs och substansvärde respektive börskurs och CSX är däremot mycket låg, lägre än fjolåret och i nivå med de låga värden som uppmättes för verksamhetsåret 1997/98.

Eftersom korrelationen mellan substansvärde och CSX är hög, finns förutsättningar för att arbitrageverksamhet i mindre skala via exempelvis CSX-terminer skulle kunna bli framgångsrik. Denna marknadsimperfektion skulle då på sikt upphöra och korrelationen mellan börskurs och substansvärde respektive CSX skulle bli betydligt större.

Volatiliteten för Svolderaktien sjönk betydligt under året (från 30,9 till 23,4 procent), samtidigt som volatiliteten för såväl substansvärde som CSX steg med ca tre procentenheter. Därmed hade aktien en lägre risk än jämförelseindex, vilket är positivt.

Svolders aktieurval grundas på de individuella aktiernas värdering, inte utifrån modern portföljteori. Bolagets portföljpolitik uppställer därför inga maximi- eller minimikrav för aktieportföljens risk, mätt utifrån portföljteoretiska riskmått. Däremot begränsas portföljens risk av den fastställda placeringsinstruktionen, samt av valet att under den andra halvan av verksamhetsåret ha en mer marknadsneutral portföljvikt i IT- och andra tillväxtbolagsaktier än under den första.

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

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

SKATTEREGLER FÖR INVESTMENTFÖRETAG

Allmänt

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

Skattelagstiftningen innehåller särskilda regler för investmentföretag. Dessa regler är i princip utformade så att det för aktieägarna skall föreligga skattemässig neutralitet mellan direkt och indirekt ägande av värdepapper. Ett investmentföretag beskattas löpande för mottagna utdelningar men medges avdrag för under beskattningsåret beslutad utdelning, dock inte med så stort belopp att det föranleder underskott. Intäkts- och utgiftsräntor är skattepliktiga respektive avdragsgilla. Avdrag medges även för förvaltningskostnader. Reavinster på aktier och liknande finansiella instrument (konvertibler i SEK, aktieoptioner mm) tas däremot inte upp till beskattning. Följdenligt medges ett investmentföretag inte avdrag för reaförluster på aktier och liknande finansiella instrument. Som en kompensation för att en omsättning av aktieportföljen inte beskattas skall investmentföretag i stället ta upp en schablonintäkt på två procent av marknadsvärdet av aktieportföljen (inkl värdet av eventuella dotterbolag) vid ingången av beskattningsåret. 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 företagens tidigare skattefria reavinster 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 liknande finansiella instrument) som innehafts vid ingången av det beskattningsår då förändringen skedde eller vid något av de fem föregående beskattningsåren. Någon avskattningsintäkt beräknas dock inte till den del företagens aktier avyttrats under det år förändringen inträffade. Om Svolders skattemässiga karaktär som investmentföretag skulle upphöra kommer avskattningen att uppgå till 56 MSEK (8,70 SEK/aktie).

De aktier som Svolder anskaffat före ett eventuellt karaktärsbyte skall i och med detta anses ha anskaffats för det marknadsmässiga värdet vid tidpunkten för förändringen av bolagets verksamhet.

Någon avskattningsintäkt skall inte tas upp när ett investmentföretag upplöses genom likvidation. Det innebär att Svolder – om bolaget upplöses genom beslut av bolagsstämma – beskattas för den tvåprocentiga schablonintäkten för den tid av räkenskapsåret bolaget ”finns kvar”, liksom för under året uppburna utdelningar och ränteutdelningar. Avdrag medges för förvaltningskostnader och räntekostnader, men Svolder kommer inte – eftersom en utskiftning i samband med upplösning av bolaget inte behandlas som utdelning – att kunna utnyttja något utdelningsavdrag.

Aktieägarnas beskattning vid en likvidation

Allmänt

Inlösen av aktier i samband med en likvidation räknas som en avyttring av aktierna. Avyttring anses inträda när bolaget träder i likvidation. Det betyder att det som därvid utbetalas till aktieägarna behandlas som försäljningslikvid vid reavinstberäkningen. Reavinsten beräknas som skillnaden mellan detta inlösenbelopp och anskaffningskostnaden beräknad enligt genomsnittsmetoden. Vid avyttring av marknadsnoterade aktier får alternativt den så kallade schablonregeln tillämpas. Detta innebär att man som anskaffningskostnad får ta upp 20 procent av inlösenbeloppet. För de aktieägare som placerade i Svolderaktien vid bolagets bildande, innebär detta att inlösenbeloppet skall överstiga 250 SEK per aktie (125 SEK efter föreslagen fondemission) för att schablonregeln skall vara förmånligast. Om anskaffningskostnaden beräknad enligt genomsnittsmetoden skulle överstiga inlösenbeloppet uppkommer en reaförlust. 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 reavinst fullt ut i inkomstslaget kapital med en skattesats på 30 procent. En förlust är avdragsgill i sin helhet mot reavinster på marknadsnoterade aktier och liknande finansiella instrument liksom mot reavinster 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 reavinst i inkomstslaget näringsverksamhet med en skattesats på 28 procent. Avdrag för reaförlust för aktier som innehas som kapitalplacering medges endast mot reavinster på aktier och liknande finansiella instrument under samma eller senare år.

Ändrade verksamhetsbetingelser?

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

Svolder bedriver traditionell kapitalförvaltning och verkställer portföljförändringar utifrån bland annat offentliga aktiebud, betydande absoluta eller relativa värdeförändringar samt i övrigt förändrade omvärldsbetingelser.

Huruvida RSVs åsikt omfattar Svolder är i dagsläget ej känt. Svolder anser att så ej skall vara fallet, men kommer i övrigt inte att kommentera sakfrågan. Om så blir erforderligt kommer Svolder aktivt att arbeta för att bolagets uppfattning blir den gällande.

Ovanstående sammanfattning av vissa skattekonsekvenser

med anledning av 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.



BOLAGEN

BEIJER ELECTRONICS · FRONTEC · GUNNEBO · JM · LINDAB · WEDINS

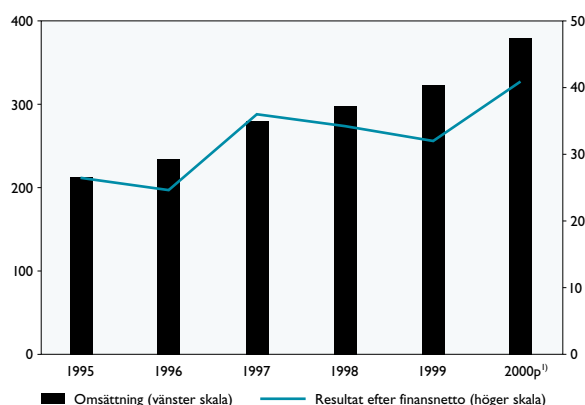
Svolder har på balansdagen 31 småbolagsaktier i portföljen. Bland dessa har sex bolag valts ut för en närmare presentation och översiktlig aktieanalys. Urvalet har skett utifrån ett flertal kriterier som syftar till att ge rimlig balans mellan olika regioner, branscher samt positiva och negativa bidragsgivare till Svolders substansvärde. Textinnehållet har till sin helhet bearbetats av Svolder. Berörda bolag har givits tillfälle att yttra sig över beskrivningen och Svolders kommentar. Angivna prognosvärden är gjorda av Svolder och inte av de enskilda bolagen. Avslutningsvis skall betonas att placeringarna i de presenterade bolagen, i likhet med övriga placeringar, inte skall betraktas som strategiska. Beskrivningarna är gjorda under början av oktober månad.

BEIJER ELECTRONICS

Svolders innehav	610 000 aktier
Svolders andel	9,8% av kapitalet och rösterna
Börskurs (–värde)	71 SEK/aktie (442 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	3,2%

Beijer Electronics är ett utvecklings- och agenturföretag inom industriautomation. Produkter och tjänster kännetecknas av ett högt teknik- och IT-innehåll och marknadsförs såväl på hemmamarknaden i Norden som globalt. I produktprogrammet ingår bl a styr- och drivsystem, operatörsterminaler, programvaror, robotar samt sedan en kort tid tillbaka applikationer för automatisk avsyning och sortering (visionsystem).

OMSÄTTNING OCH RESULTAT (MSEK)



Beijer Electronics har sedan bildandet 1981 varit en del av G&L Beijer-koncernen. Styrelsen i G&L Beijer beslutade i januari 2000 att föreslå bolagsstämman att dela ut samtliga aktier i Beijer Electronics och notera bolagets aktier på OM Stockholmsbörsens O-lista. Första noteringsdag var den 8 juni.

Bolagets produktutbud är starkt då man förutom operatörsterminaler av högsta världsklass även har tio strategiska agenturer från fem världsledande leverantörer. En annan mycket viktig faktor bakom företagets framgångar är högklassig teknisk support och service. Omsättningstillväxten har årligen klart överstigit 10 procent de senaste fem åren, med en genomsnittlig rörelsemarginal på 11 procent. Värt att beakta är att stora belopp har kostnadsförts för utveckling av de egna operatörsterminalerna och organisationen runt dem. Under de första nio månaderna 2000 ökade omsättningen med 17 procent. Exportförsäljningen ökade med 37 procent, främst tack vare de egenutvecklade operatörsterminalerna. Exportandelen uppgick till 30 procent. Rörelsemarginalen var 10,7 procent.

De finansiella mål som ställts upp säger att den organiska omsättningstillväxten ska i genomsnitt vara minst 15 procent per år, rörelsemarginalen 10 procent per år sett över en konjunkturcykel och soliditeten lägst 30 procent. Rörelsen binder väldigt lite kapital i fasta anläggningstillgångar, då de egenutvecklade produkter-

na legotillverkas. Kassaflödet har därmed historiskt varit bra. Det är styrelsens uppfattning att koncernen har en hög utdelningskapacitet.

Svolders kommentar

Svolder erhöll sina aktier i Beijer Electronics via sitt ägande i G&L Beijer. Styrelsens beslut om avknoppning anses bra, då de olika delarna i G&L Beijer hade olika tillväxt- och lönsamhetsmöjligheter. I den gamla strukturen riskerade värderingen av helheten att inte motsvara de olika delarnas bedömda värden. Ett problem som inte löstes med avknoppningen är den bristande likviditeten i de båda bolagens aktier. Detta är ett problem som även förekommit i andra mindre bolag som delats upp. Styrelsen, företagsledningen och huvudägaren har här en viktig uppgift.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1995	1996	1997	1998	1999	2000p ¹⁾	Årlig tillväxt
Omsättning	36	38	45	48	52	61	11,4%
Res. e skatt	3,10	2,80	4,00	4,10	3,50	4,60	8,4%
Eget kapital	5,10	6,40	7,90	6,40	5,80	10,70	15,7%
Utdelning	-	-	-	-	-	1,00	em

¹⁾ Svolders prognos

Ett intressant OEM-avtal har tecknats med Matsushita Electric om att bli exklusiv leverantör av operatörsterminaler till deras verksamheter i Europa och USA. Detta torde innebära att exportförsäljningen blir fortsatt mycket stark och tillväxten kraftigare än för koncernens övriga delar. Därigenom kommer bolagets karaktär av agenturföretag ytterligare att minska.

Svolder ser positivt på den breddning av produktprogrammet som genomförts i och med det samarbetsavtal inom visionsystem som tecknats med amerikanska DVT. Vår bedömning är att detta är ett tillväxtområde som utmärkt kompletterar den befintliga verksamheten.

Dessa båda avtal stärker vår tro på att tillväxten även framöver blir stark och att Beijer Electronics är en intressant partner för världsledande företag.

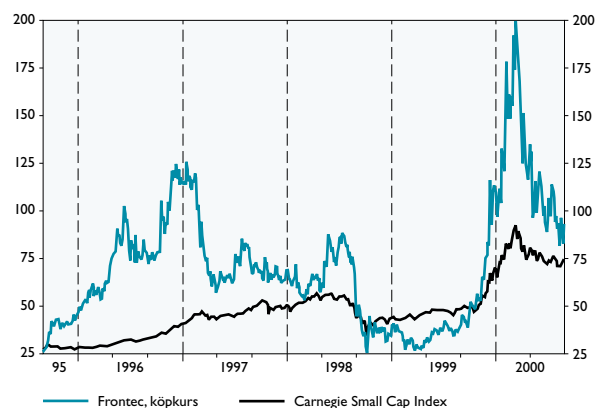
Efter att ha dränerats på kapital i form av koncernbidrag är det egna kapitalet inte speciellt stort. Tillväxten förväntas bli snabb, men idag är en värdering utifrån eget kapital hög. Övriga nyckeltal är attraktiva utifrån kvaliteten i bolaget och dess tillväxtmöjligheter. Börsnoteringen torde vara positiv för bolaget, då kännedomen ökar och bolaget mer aktivt kan delta i strukturuomvandlingen på automationsmarknaden.

FRONTEC

Svolders innehav	1 503 000 aktier
Svolders andel	5,6% av kapitalet och 3,0% av rösterna
Börskurs (-värde)	106 SEK/aktie (3 014 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	11,8%

Frontec är ett konsultföretag med inriktning på eBusiness och Intelligent kommunikation. Affärsidén är att effektivisera och korta ledtiderna i kundernas affärsprocesser och projekt. Kunderna återfinns i första hand bland Nordens större företag och organisationer inom telekom, tillverkande industri, offentlig verksamhet och transport. Större delen av programvaruverksamheten ligger numera i ett eget bolag, Viewlocity.

KURSENTVECKLING



Frontec drevs under flera år som en bred konsultorganisation med en vidhängande programvarudel. Den lönsamma konsultdelen finansierade, tillsammans med tre nyemissioner, utvecklingen av programvaran AMTriX. Denna del drog stora kostnader och skapade en otydlig bild av Frontec. Under 1999 vidtog styrelsen och ledningen ett antal kraftfulla steg för att stärka profilen och tydliggöra utbudet i bolagets olika verksamheter. Det började med att programvarudelen skildes från Frontec AB och att en extern finansiär togs in i form av Bostonbaserade Battery Ventures. Därefter har ytterligare två nyemissioner genomförts och antalet ägare har ökat. Frontecs ägarandel kommer att bli 34 procent efter full utspädning. Viewlocity ska börsnoteras på en amerikansk börs under år 2000, enligt pressmeddelande från Frontec.

Nästa steg i renodlingen blev att dela konsultorganisationen i två delar. Frontecs ursprung inom teknisk konsulting lades i ett bolag, som döptes till BlueLabs. Fokus är mot intelligent kommunikation. BlueLabs har cirka 300 anställda med spetskompetens inom mobil IT, avancerad telekom, intelligenta fordon och intelligenta hem. Huvudsakliga konkurrenter är HiQ, AU-System och Enea Data. En separat notering vid OM Stockholmsbörsen, via en utdelning enligt Lex Asea, planeras.

Den tidigare mer traditionella IT-konsultdelen styrs om till att bli en lösningsleverantör för eBusiness. Enheten har cirka 700 anställda och genomgår för tillfället en intern omstrukturering. Lönsamheten har därför varit dålig. Denna del kommer att ägas av det idag börsnoterade Frontec AB, som dessutom kommer att ha ett finansiellt aktieinnehav i Viewlocity.

Svolders kommentar

Svolder har varit ägare i Frontec under flera år. Vi har ansett att värdena i koncernen inte kommit fram på grund av den otydliga profilen. Det är i längden inte bra för en organisation att ha en lönsam del som finansierar en starkt förlustbringande och kapitalkrävande verksamhet. Vi ser således mycket positivt på den renodlingsprocess som inleddes under 1999. Det viktigaste är nu att återupprätta kapitalmarknadens förtroende genom att ordentligt höja lönsamheten i de olika delarna. Då ökar dessutom utrymmet för att delta i strukturaffärer.

Tyvärr har ledningens tidigare utfästelser om en särnotering av BlueLabs under 2000 blivit uppskjutna till första halvåret 2001. Denna typ av kommunikationsmissar minskar aktiemarknadens tilltro till bolaget.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ¹⁾
Omsättning	20	22	26	31	43	19
Res. e skatt	1,80	-2,40	-2,90	-1,60	2,80	-2,80
Eget kapital	7,10	12,60	9,70	12,80	14,30	12,60
Utdelning	0	0	0	0	0	0

¹⁾ Avser förkortat räkenskapsår (6 mån)

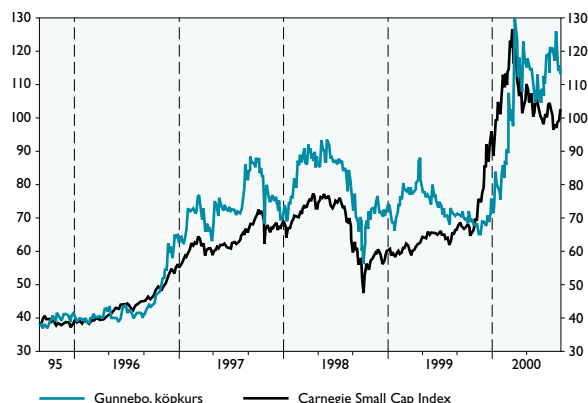
Värderas de olika delarna var för sig, utifrån jämförelser med noterade konkurrenter, framkommer ett betydligt högre värde än den aktuella börskursen. Aktiemarknaden vågar dock inte diskontera detta då historien visat på många prognosmissar och förseningar. Svolder anser dock att bolaget nu, genom den nya externt rekryterade koncernledningen, har bättre förutsättningar än tidigare att bevisa lönsamhetspotentialen. Fortsatta förändringar av de olika bolagens styrelser bedöms vidare som nödvändiga.

GUNNEBO

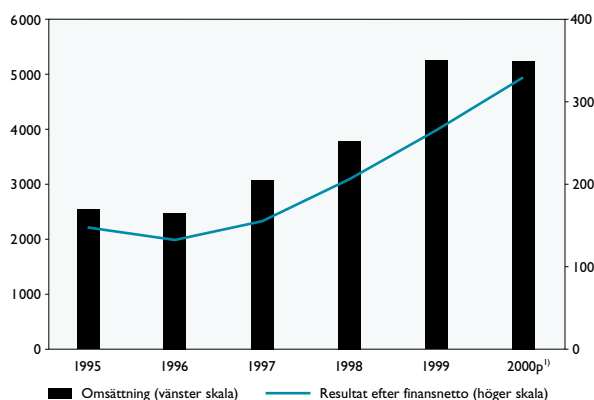
Svolders innehav	610 000 aktier
Svolders andel	2,9% av kapitalet och rösterna
Börskurs (–värde)	117 SEK/aktie (2 480 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	5,3%

Gunnebo är idag en internationell koncern inriktad på säkerhetsprodukter. En konsekvent renodling från ett industrikonglomerat till ett säkerhetsföretag har skett.

KURSUTVECKLING



OMSÄTTNING OCH RESULTAT (MSEK)



De senaste åren har Gunnebo avyttrat och förvärvat en rad företag, allt i syfte att bli en säkerhetskoncern med global täckning. Marknadsnärvaron har stärkts betydligt i Europa via förvärven av Garny i Tyskland, Ficht-Bauche i Frankrike och nu senast Chubb Safes i England. Dessa företag har vid förvärvstidpunkten haft en period med bristande lönsamhet, men varit på rätt väg. Köpeskillningarna har därmed inte varit avskräckande höga. Gunnebos företagsledning har dessutom snabbt vidtagit strukturåtgärder för att höja lönsamheten.

Efter förvärvet av Chubb kommer cirka 80 procent av omsättningen på årsbasis att komma från säkerhetsprodukter. Över 90 procent av försäljningen sker utanför Sverige. De största marknaderna är Frankrike, Tyskland och England. Verksamheten inom säkerhetsområdet omfattar produkter och tjänster inom bl a värdeskydd, områdesskydd, elektroniska larmsystem, larmcentraler

och passagekontroll. Den västeuropeiska marknaden för dessa produkter har en årlig tillväxt på 2–10 procent. Den överlägset största delmarknaden, som samtidigt visar högst tillväxt, är elektroniska säkerhetssystem. På denna fragmenterade marknad har Gunnebo under 1 procents marknadsandel, vilket skapar utrymme för tillväxt, främst via förvärv. Ytterligare prioritet är att växa på de största säkerhetsmarknaderna i Europa, skapa samordningsvinster mellan de förvärvade bolagen, fortsätta utbyggnaden av serviceverksamheten samt etablera sig på den viktiga USA-marknaden. Ambitionen är att bli mer av ett tjänste- och serviceföretag än idag.

Den begränsade verksamheten utanför säkerhetsområdet utgörs av affärsområdet Engineering, som tillverkar produkter för lyft- och fästteknik.

Ledningens målsättning är att via förvärv och organisk tillväxt nå en omsättning inom säkerhetsområdet på 8–10 Mdr inom några år. Gunnebo ska då vara en helt renodlad säkerhetskoncern, med ökade etableringar i Östeuropa och USA. Stora resurser kommer att investeras i segmentet elektroniska säkerhetssystem.

Svolders kommentar

Svolder har följt Gunnebo under en längre tid, men ansett att verksamheten varit för spridd. Företagsledningens renodling av koncernen och allt klarare fokus mot säkerhetsprodukter uppskattas. Mot denna bakgrund ska Svolders investering ses. Det är nu upp till företagsledningen att realisera de tillväxtpotentialer och samordningsvinster som uttalats samt att infria de finansiella mål som ställts upp. Vi tror att dessa mål i vissa avseenden till och med kan visa sig vara något lågt ställda.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

							Årlig tillväxt
År	1995	1996	1997	1998	1999	2000p ¹⁾	5 år
Omsättning	116	113	140	172	239	239	15,6%
Res. e skatt	5,40	5,40	5,60	7,50	9,40	10,50	14,2%
Eget kapital	40	43	47	56	63	70	12,1%
Utdelning	2,00	2,25	2,25	2,75	3,25	3,50	11,8%

¹⁾ Svolders prognos

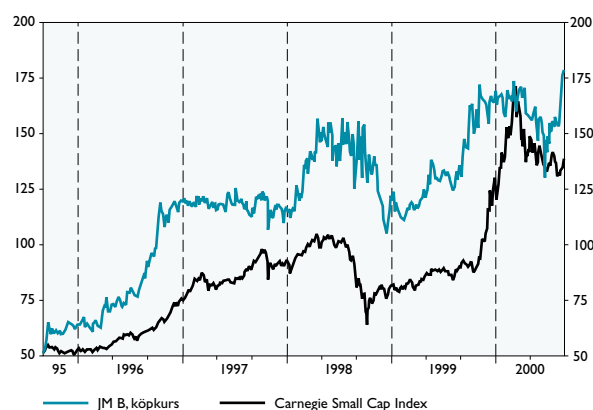
Den tydligare inriktningen medför att den potentiella framtida tillväxten och lönsamheten blir högre och stabilare än fallet var i den gamla strukturen. Detta gör att det cykliska inslaget minskar och att riskpremien på sikt kan sänkas, med högre värdering som följd.

Det Svolder anser vara viktigast för att höja värderingen markant är att infria, helst överträffa, de uppställda målen. Lyckas ledningen med detta kommer Gunnebo inte att jämföras och värderas som ett verkstadsföretag, utan kan hamna i samma kategori som t ex Assa Abloy och Securitas.

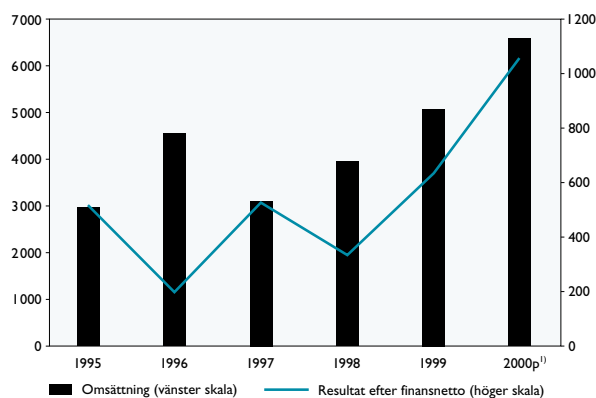
Svolders innehav	388 000 aktier
Svolders andel	1,2% av kapitalet och 0,9% av rösterna
Börskurs (–värde)	181 SEK/aktie (5 850 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	5,2%

JM är en ledande projektutvecklare av bostäder och kommersiella lokaler. JM förvärvar såväl obebyggd som bebyggd mark och förädlar denna genom nybyggande, ombyggande eller tillbyggnad till attraktiva fastighetsprojekt. Den största delen av JMs projektutveckling avser bostäder.

KURSENTVECKLING



OMSÄTTNING OCH RESULTAT (MSEK)



JM är ett föredöme för svensk marknadsanpassad bostadsproduktion. Under tiotalet år visade JM svarta siffror medan konkurrenternas bostadsentreprenader drogs med stora underskott. JMs inrikning på bostadsrätter i tillväxtregioner, med stor tyngdpunkt i Stockholmsregionen, har visat sig mycket framgångsrik. Företagsledningen förvärvade vidare exploateringsmark och befintliga tidigare icke så attraktiva byggnader för ombyggnad i en tid då övriga entreprenad-, fastighets- eller finansbolag redde ut egna finansiella problem.

Den koncentration av fastighetsbeståndet som har gjorts till kommersiella fastigheter i Stockholm har likaså varit framgångsrik. Byggnaderna kännetecknas av låga driftskostnader och har varit attraktiva bytesobjekt för

förvaltande fastighetsägare, som exempelvis försäkringsbolag. Även försäljningen av fastigheter i Stockholm har ökat. Bolaget har dessutom deklarerat att detta skall intensifieras så att projektverksamheten blir ännu tydligare för aktiemarknadens aktörer. JM anger själva att de vid årsskiftet 1999/2000 hade övervärden i färdigställda fastigheter om 2 400 MSEK, motsvarande 73 SEK per JM aktie. Analytiker uppskattar övervärdena i dessa samt pågående projekt till betydligt högre belopp.

Svolders kommentar

Det förefaller nu som om JM också börjat få aktiemarknadens erkännande, efter att tidigare ha bemötts med visst ointresse från mäklare och analytiker. JM aktien handlas i liten utsträckning av privatpersoner varför omsättningen blir sporadisk, men då i ganska stora poster mellan institutionella placerare. Skanskas ägarposition har också lett till att förvärvsspekulationer vanligen har lyst med sin frånvaro vad gäller JM. Företagsledningen har samtidigt fått arbetsro att utveckla sin affärsidé, utan att vara inblandad i ägarstrider eller krav på kortsiktiga avväganden.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ¹⁾	5 år Årlig tillväxt
Omsättning	91	140	95	119	153	199	16,9%
Resultat efter skatt	13,70	4,80	11,00	7,20	13,30	22,60	10,5%
Eget kapital ²⁾	66	71	80	85	95	110	10,8%
Utdelning	1,75	2,00	3,25	3,25	6,75	10,00	41,7%

¹⁾ Svolders prognos

²⁾ Övervärden i fastigheter ingår ej

Till följd av de ökande synliga resultaten i JM och den tydligare fokuseringen på utveckling och exploatering av fastigheter har aktiemarknaden börjat värdera JM mer efter förtjänst än substansvärde. Egentligen skiljer sig inte betraktelsesätten mycket åt då de synliga resultaten motsvarar realiseringar av dolda övervärden, ungefär som för ett investmentbolag. Att rörelsevärdera verksamheten blir dock särskilt attraktivt när stora vinstökningar redovisas. Det är också uppenbart att förvärven av exploateringsfastigheter under andra delen av nittioalet nu ger betydande och accelererande positiva effekter för resultatet.

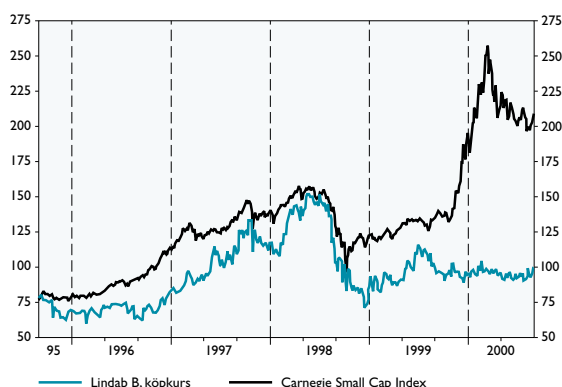
De återköps- eller inlösenprogram som nyligen aviserats att företagsledningen utreder, kan vara korrekta om betydande fastighetsförsäljningar genomförs utan att försäljningslikviden kan användas för fortsatt expansion. Att lägga in realisationsvinsterna från fastighetsförsäljningar i beräkningsunderlaget för utdelningspolicyn – 50 procent av det synliga resultatet – är enligt Svolders förmenande väl så bra för aktieägarna som återköps- eller inlösenprogram. Aktiens redan dåliga likviditet skulle ytterligare försämrats och hur påverkar ett sådant program huvudägarens röstmässiga dominans? Kanske skall förslaget tolkas som om den marknadskunniga JM ledningen nu börjar se toppen på fastighetspriserna och därför inte hittar alternativa projekt i samma utsträckning som tidigare.

LINDAB

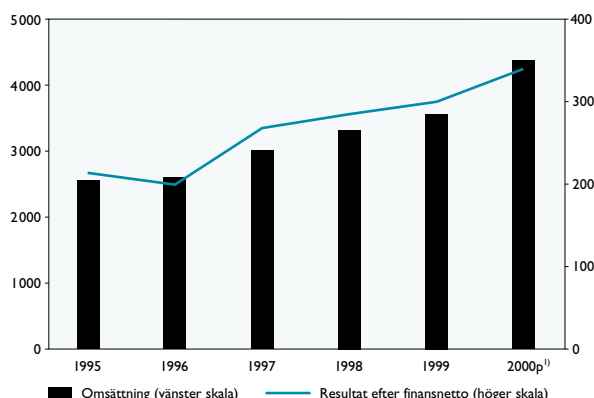
Svolders innehav	437 000 aktier
Svolders andel	1,8% av kapitalet och 0,9% av rösterna
Börskurs (–värde)	103 SEK/aktie (2 450 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	3,3%

Lindab utvecklar, tillverkar, marknadsför och distribuerar bearbetade tunnplåtsprodukter för byggnadsindustrin. Verksamheten bedrivs i två affärsområden: Ventilation och Profile.

KURUTVECKLING



OMSÄTTNING OCH RESULTAT (MSEK)



Inom affärsområde Ventilation är de dominerande produkterna cirkulära kanalsystem. Dessa har väsentligt lägre tillverkningskostnader än rektangulära eftersom materialgången är lägre. Vidare är luftflödet bättre, kanalerna är tätare och kan monteras snabbare. Totalkostnaden för tillverkning och installation bedöms vara endast hälften av kostnaden för rektangulära system. I Skandinavien monteras nästan uteslutande cirkulära system. Andelen i övriga Europa är cirka 50 procent, i USA endast 15 procent och i Östra Europa är den marginell. Potentialen är följaktligen stor utanför Skandinavien. Tillväxten sker såväl organiskt som genom mindre förvärv då konkurrenterna ofta är små. Lindab har marknadens bredaste sortiment samt en mycket väl utbyggd säljorganisation. Norden svarar för halva försäljningen, övriga EU för en tredjedel samt knappt en tiondel omsätts i USA.

Affärsområdet Profile var ursprunget till Lindab. Expansionen har skett såväl geografiskt som produktmässigt. De största produktområdena är takavvattnings- och lättbyggnadssystem, stålhallar, byggplåt och portar. Försäljningsarbetet har successivt förskjutits från enskilda produkter till systemlösningar. Arbetssättet påminner om det inom Ventilation – stark marknadsorganisation, brett produktprogram av hög kvalitet samt strävan att förenkla installationerna. Under senare år har stål som byggnadsmaterial ökat. Affärsområdets försäljning är starkt beroende av den nordiska byggkonjunkturen, nya produkter och ny byggteknik. Den fördelas till ca 2/3 på Norden samt därutöver endast 7 procent för övriga EU, men betydande 24 procent för Östra Europa.

Lindab strävar efter en snabbare tillväxt än marknadens och de väsentligaste konkurrenterna, dvs 10–15 procent per år. Tillväxten skall ske under god lönsamhet och i finansiell balans. Rörelsemarginalen skall uppgå till 10 procent och målsättningen för lönsamheten är 15–20 procent på såväl sysselsatt som eget kapital. Soliditeten skall dessutom överstiga 35 procent.

Svolders kommentar

Lindab har på ett imponerande sätt byggt upp sin marknadsposition. Produkterna förädlas kontinuerligt genom framförallt systemlösningar som är rationella för installatörer och slutkunder.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

År	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ¹⁾	Årlig tillväxt
Omsättning	106	109	126	139	149	185	11,6%
Resultat efter skatt	6,50	6,00	7,50	8,60	8,80	10,00	9,1%
Eget kapital	28	33	39	47	52	58	15,3%
Utdelning	1,25	1,25	1,50	2,00	3,00	3,50	22,9%

¹⁾ Svolders prognos

Soliditeten har till nyligen varit uppe på höga 50 procent – en icke optimal nivå sett ur aktieägarperspektiv. Den finansiella styrkan är dessutom större än vad soliditetstalet egentligen säger. Bolaget äger en stor del av sina produktions- och distributionsfastigheter. Marknadsstrategin leder dessutom till höga kundfordringar och varulager. Sammantaget har bolaget möjligheter att mer kraftfullt expandera verksamheten utanför Skandinavien, alternativt förbättra utdelningspolicy och kapitalstruktur eller förhoppningsvis alltsammans.

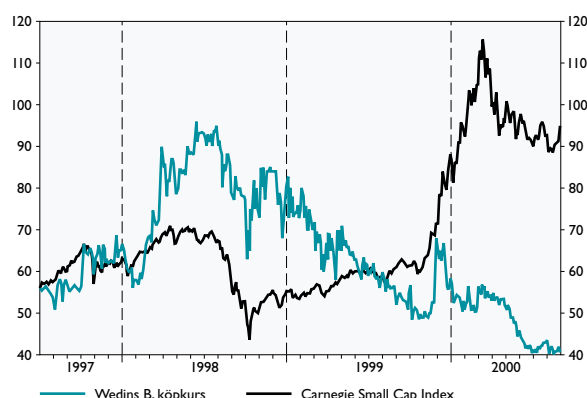
Kanske är det också detta som nu börjar skönjas. Utdelningsandelen har höjts. Förvärvs och investeringsaktivitet har tilltagit under den senaste tolv månaders perioden. Slutligen har bolaget börjat återköpa aktier på marknaden. Noteringen på två marknadsplatser – börserna i Köpenhamn och Stockholm – är naturlig utifrån nuvarande ägarsits, men den är splittrande för handeln då ingen av platserna är tydligt dominerande.

WEDINS

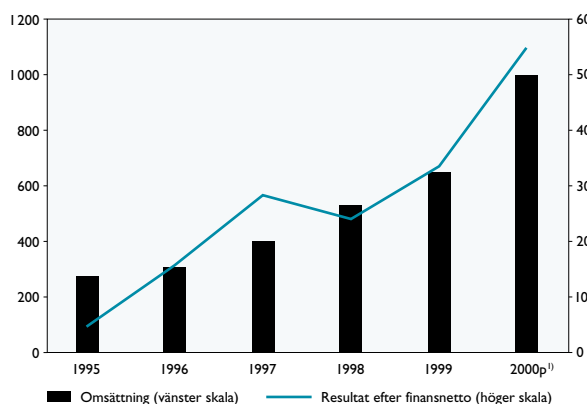
Svolders innehav	605 000 aktier
Svolders andel	8,0% av kapitalet och 3,6% av rösterna
Börskurs (–värde)	40,70 SEK/aktie (309 MSEK)
Andel av Svolders portfölj	1,8%

Wedins utvecklar och driver sko- och accessoarfack-handelskedjor i de nordiska länderna. Koncernen har cirka 200 butiker som drivs i väl definierade och genomarbetade koncept för olika kundsegment.

KURSENTVECKLING SEDAN BÖRSINTRODUKTION



OMSÄTTNING OCH RESULTAT (MSEK)



Wedins, som är ett mycket gammalt företag inom skohandel, börsnoterades under sommaren 1997. Bolaget expanderade därefter främst via förvärv av mindre skohandelsföretag och blev närvarande inom såväl volym- som inom lågpris- och övre mode- och kvalitetssegmentet. Ledningen hade under 1999 identifierat många gemensamma nämnare med accessoarbranschen. Utifrån detta lades ett offentligt bud på Handskmakar'n. Svolder var aktieägare i Handskmakar'n och accepterade budet, varefter Svolder blev aktieägare i Wedins.

Den nya koncernen breddades såväl produktmässigt som geografiskt. Sverige är fortfarande den klart största och viktigaste marknaden, följt av Norge. I Finland och Danmark finns stora expansionsmöjligheter. Produktmässigt svarade koncept inriktade mot skohandel för 65 procent av försäljningen 1999.

Inom volymsegmentet, som är det största, används varumärkena Wedins Skor och Handskmakar'n i Sverige samt Park Sko i Norge. Det är inom detta segment som synergierna med Handskmakar'n finns, då kunderna ofta är detsamma och sortimentet överlappar. Ett omfattande arbete pågår för att optimera och ompositionera butiksbeståndet så att försäljningen per kvadratmeter ökar. Dessutom har en marknadsföringskampanj genomförts för att tydligare profilera Wedins Skor.

Skokanonen, som delägs till 33,3 procent, utgör bolagets närvaro i lågprissegmentet. Wedins har en option att förvärva resterande aktier. Skokanonen är Sveriges näst största lågpriskedja.

I det övre mode- och kvalitetssegmentet har Wedins stärkt sin ställning de senaste åren genom förvärv av Lagersons Skosalonger och Rizzo. Under 1999 kom 15 procent av försäljningen från detta segment. Rizzo öppnade sin första butik i Oslo i september och ytterligare etableringar är under planering.

Koncernens finansiella mål är tydliga och säger att omsättningen långsiktigt ska öka med 10–15 procent per år och att rörelsemarginalen före goodwillavskrivningar ska uppgå till minst 9 procent år 2002, för att därefter långsiktigt uppgå till 10 procent. Soliditeten ska långsiktigt vara minst 35 procent.

Svolders kommentar

Efter budet på Handskmakar'n har Svolder ökat sitt innehav i Wedins. Vi anser att bolaget utvecklas i rätt riktning och att den underliggande efterfrågan för dess produkter är stark. Ledningen har god kontroll över verksamheten och de utlovade synergierna från sammanslagningen med Handskmakar'n tycks väl kunna infrias. Tempot med integrationen av de förvärvade företagen har varit högt och ligger i linje med uppgjorda planer.

NYCKELTAL PER AKTIE (SEK)

	Årlig tillväxt					
År	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ¹⁾
Omsättning	55	62	80	107	86	132
Res. e skatt	0,80	2,70	4,80	3,70	4,40	5,10
Eget kapital	8	8	21	23	34	37
Utdelning	-	-	2,40	2,40	2,40	2,75

¹⁾ Svolders prognos

Bolagets relativa litenhet på börsen och den låga likviditeten i aktien medför att bolaget, enligt Svolder, inte fått den värdering som det förtjänar utifrån faktorer som tillväxt, vinst och utdelning. Bevakningen från analytiker är mycket låg och vi tror att de prognoser som finns på bolagets utveckling är inaktuella och i något fall direkt felaktiga. Här har ledningen en viktig uppgift att informera aktiemarknaden om "det nya Wedins". Aktien har dessutom pressats av försäljningar från tidigare ägare i Handskmakar'n. Om den låga värderingen varar under ytterligare en tid måste sannolikheten för ett bud på bolaget anses som hög.

FÖRVALTNINGSBERÄTTELSE

Styrelsen och verkställande direktören för Svolderaktiebolag (publ) får härmed avlämna årsredovisning för perioden 1999-09-01 – 2000-08-31.

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

Verksamheten

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

Med aktier i småbolag avses i huvudsak vid OM Stockholmsbörsen noterade aktier med ett marknadsvärde som för närvarande understiger 9 500 MSEK. Jämförelseindex är Carnegie Small Cap Index (CSX).

Ägar- och aktiekapitalförändringar

Antalet aktieägare per den 30 juni 2000 är enligt statistik från Värdepapperscentralen VPC ca 7 300. Detta är en ökning med ca 600 aktieägare under tolv månadersperioden. Stora ägare är Sjätte AP-fonden, AMF Pension och Ernströmgruppen. Den senare utnyttjade under hösten 1999 bland annat en option att förvärva aktier som tidigare ägdes av Bure Equity (tidigare Investment AB Bure).

Under verksamhetsåret har ägare till 187 612 A-aktier ansökt hos bolagets styrelse om omstämpling av dessa aktier till B-aktier, varefter bolagets 6400000 aktier kommer att vara fördelade på 952 388 A-aktier och 5 447 612 B-aktier.

Styrelsen kommer till den ordinarie bolagsstämman den 15 november 2000 att föreslå en fondemission 1:1, varvid aktiekapital och antalet aktier fördubblas. Fondemissionen föreslås ske genom överföring av medel från reservfonden.

Aktiemarknaden

Efter en relativt svag inledning av verksamhetsåret 1999/2000 förändrades börsklimatet i mitten av oktober till att bli mycket positivt. Fram till i början av mars 2000 inträffade betydande kurslyft i framförallt olika typer av tillväxtaktier inom branscherna telekom, informations-teknologi, media, utbildning och bioteknik. Kursutvecklingen därefter har genomgående varit svag för denna typ av aktier, även om noterade nedgångar vanligen inte varit lika betydande som tidigare uppgångar.

Under perioden 1 september 1999–31 augusti 2000 steg Affärsvärldens generalindex med 52,6 procent. Aktier i svenska småbolag utvecklades bättre än motsvarande stora. Carnegie småbolagsindex steg samtidigt 61,6 procent. Nämda index tar inte hänsyn till underliggande aktieutdelningar om ca två procentenheter.

Världens börser hade likaså ett gynnsamt börsår, om än inte lika lyckosamt som för den svenska. Världsindex, mätt i svenska kronor, steg 26,3 procent. De stora anglo-

saxiska börserna hade den minst gynnsamma utvecklingen – engelska FTSE 100 steg 5,0 procent och amerikanska Dow Jones industriindex 6,6 procent. De teknologitunga börserna hade genomgående ett mycket gott år – amerikanska Nasdaq steg exempelvis 53 procent.

Valuta- och räntemarknader

Valutarörelserna under tolv månadersperioden var också kraftiga. Den svenska kronan försvagades 14 procent relativt den amerikanska dollarn och nästan 32 procent mot japanska yen. Utvecklingen relativt de europeiska valutorna var mer modesta, +4 procent för brittiska pund och –3 procent för Euro. Insatsvaror från Nordamerika och Asien har därmed höjts avsevärt i pris medan en viss konkurrenskraftsförsvagning skett relativt producenter i de flesta kontinentaleuropeiska länder. Trots de kraftiga prisuppgångar som inträffat för flertalet råvaror, inte minst olja, syns i de flesta industriländer ännu inte några betydande inflationstendenser då produktivitetsförbättringar kompenserat prishöjningarna.

Världens centralbanker har höjt sina styrräntor under verksamhetsåret i syfte att motverka ekonomisk överhettning. Även obligationsräntorna har följt penningmarknadsräntorna uppåt under året, dock med ett troligt trendbrott under slutet av perioden. Detta är tydligast i USA. Hittills förefaller centralbankernas åtstramningar ha uppnått önskat resultat, vilket är positivt för den framtida kursutvecklingen på aktiemarknaderna.

Substansvärde

Svolderaktiens substansvärde ökade under verksamhetsåret från 148 SEK per aktie till 210 SEK. Tillväxten var därmed 41,9 procent. Härtill kommer lämnad utdelning om 8,50 SEK/aktie för föregående verksamhetsår. Justerat för detta var värdetillväxten ca 70,50 SEK/aktie eller 47,6 procent.

Carnegie Small Cap Index (CSX) utgör Svolders jämförelseindex ("benchmark"). Det är bolagets bedömning att CSX bäst representerar kursutvecklingen för det urval av aktier som Svolder placerar i, även om indexet under relativt långa tidsperioder (3 mån) kan innehålla aktier som genom kursuppgång eller nyemission med stor marginal lämnat bolagets småbolagsdefinition. Så har varit fallet under det senaste verksamhetsåret, då aktier som Framfab och Icon ingått i CSX under tider då de stigit kraftigt men ej då de fallit. Denna imperfektion har höjt jämförelseindex med närmare sju procentenheter under verksamhetsåret. Inklusivt underliggande utdelning steg CSX med ca 64 procent. Svolders substansvärdetillväxt lyckades sålunda inte överträffa indexutvecklingen detta verksamhetsår.

Aktieportföljen

Aktieportföljens justerade marknadsvärde uppgick 2000 08 31 till 1 246,6 (926,6) MSEK, vilket överstiger bokfört värde med 105,5 (86,8) MSEK.

Portföljens karaktär förändrades under andra delen av verksamhetsåret från en undervikt i IT-bolag till en mer marknadsneutral exponering vad avser just tillväxtaktier. Portföljen har dock genomgående varit överviktad mot aktier i verkstads- och handelsföretag, och varit under-viktad i fastighets- och investmentbolagsaktier. Aktieportföljen utvecklades relativt

sett svagast under december 1999–februari 2000 (period 2) av nämnda indexskäl samt under juni–augusti 2000 (period 4). Svolders aktieurval grundas på bolagets uppfattning om de individuella bolagens värdering, sk ”stock picking”. Antalet bolag i portföljen var på balansdagen oförändrat 31 st.

Svolder ägde på balansdagen mer än 10 procent av aktierna i Graphium samt mer än 5 procent av aktiekapitalet i bolagen AcadeMedia, Affärsstrategerna, B & N Nordsjöfrakt, G & L Beijer, Beijer Electronics, Frontec, Karolin Machine Tools, NIBE Industrier, Profilgruppen och Wedins Skor.

Börsvärde

Senaste betalkurs på balansdagen för Svolders B-aktie var 170 SEK, vilket motsvarar ett sammanlagt marknadsvärde om 1088 MSEK. Kurstillväxten under verksamhetsåret var 41,7 procent, inkl 8,50 SEK/aktie i lämnad utdelning. Svolders A-aktie hade på balansdagen en köpkurs om 169 SEK.

Den sk substansvärderabatten var på balansdagen 19 procent. Rabatten har under verksamhetsåret varierat mellan 9 och 29 procent, med en genomsnittlig rabatt om 19 procent.

Resultat

Rörelseresultatet under verksamhetsåret uppgick till 430,0 (36,5) MSEK. Utdelningsintäkterna uppgick till 28,1 (28,7) MSEK, och nettot av finansiella poster till 2,5 (1,3) MSEK.

I resultatet ingår realisationsvinster på sålda värdepapper om 411,3 (20,1) MSEK.

Årets vinst blev 432,5 (37,7) MSEK, motsvarande 67,60 (5,90) SEK/aktie.

Ett investmentbolags resultat uppstår till övervägande del av värdeförändringar av de olika innehaven i aktieportföljen. Det synliga resultatet blir istället beroende på vilka placeringar som realiserats. Det är styrelsens uppfattning att Svolders resultat bäst beskrivs av substansvärdets utveckling, inklusive till aktieägarna utbetald aktieutdelning. Dessa resultat- och värdebegrepp kan åskådliggöras på följande sätt:

	1999/2000 12 mån		1998/1999 12 mån		1997/1998 12 mån	
	MSEK	SEK/Aktie	MSEK	SEK/Aktie	MSEK	SEK/Aktie
Mottagen utdelning mm	30,7	4,80	30,4	4,80	23,7	3,70
Förvaltningskostnad	-9,6	-1,50	-12,8	-2,00	-18,6	-2,90
Realiserat resultat aktier	411,3	64,30	20,1	3,10	139,3	21,80
Redovisat resultat	432,4	67,60	37,7	5,90	144,4	22,60
Orealiserat resultat	-35,7	-5,60	-12,1	-1,90	-122,8	-19,20
Lämnad utdelning	54,4	8,50	54,4	8,50	54,4	8,50
Substansvärdeförändring	451,1	70,50	80,0	12,50	76,0	11,90
(ägarnas värdetillväxt)						
Substansvärde (UB)	1 345,1	210,20	948,4	148,20	922,8	144,20

Likviditet och soliditet

Vid verksamhetsårets slut uppgick Svolders likvida medel, inklusive nettot av aktiehandelns oreglerade likvider, till 97,4 (25,4) MSEK. Vid denna tidpunkt var bolagets soliditet drygt 98 procent. Bolaget har inga långfristiga skulder och dess checkräkningskredit om 10 MSEK är inte utnyttjad.

Utdelning

Styrelsen föreslår bolagsstämman en aktieutdelning om 11,00 (8,50) SEK per aktie för verksamhetsåret 1999/2000. Utdelningen i förhållande till utgående substansvärde motsvarar en utdelningsandel om 5,2 (5,7) procent, samt i förhållande till balansdagens börskurs en direktavkastning om 6,5 (6,7) procent. Utdelningsförslaget följer bolagets utdelningspolicy: ”minst fem procent av bolagets utgående substansvärde skall årligen tillföras aktieägarna i form av utdelning”.

Personal

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

Incitamentsprogram

Svolders styrelse har den 23 september 1998 lämnat ett erbjudande till Svolders anställda att medverka i ett sk incitamentsprogram. Långsiktig substansvärdetillväxt utöver jämförelseindex och högre börsvärdering av bolagets substansvärde än jämförbara rena investmentbolags kan resultera i en bonus utöver fast lön. Programmet beskrivs utförligt i not 2.

För verksamhetsåret 1999/2000 utgår ingen bonus då substansvärdetillväxten i förhållande till jämförelseindex varit otillräcklig samt att den genomsnittliga sk substansvärderabatten för Svolder överstigit gränsvärdet 15 procentenheter. Tidigare års reservering om 0,7 MSEK har av samma anledning upplösts, vilket påverkat resultatet positivt.

Styrelse

Svolders styrelse fastställer årligen en arbetsordning för styrelsen samt en VD-instruktion. Arbetsordningen anger bl a styrelsens ålägganden, ansvarsfördelningar, mötesplan

och vilka ärenden som skall föreläggas styrelsen. Bolagets styrelse sammanträder ca sex gånger om året, vanligtvis i anslutning till företagets rapporteringstillfällen. Extra styrelsemöten förekommer vid behov. Härutöver sker löpande kontakter mellan styrelseledamöterna.

Styrelsen fastslår vidare en placeringsinstruktion samt övriga behörighetshandlingar för verkställande direktören och övriga ledande befattningshavare. Instruktionen följer den portföljpolitik som presenteras i bolagets tryckta årsredovisning. Verkställande direktören ansvarar för den löpande aktieförvaltningen och att bolaget uppfyller sin informationsplikt i enlighet med lagar och föreskrifter, exempelvis OM Stockholmsbörsens noteringsavtal. Styrelsen kontrollerar att placeringsinstruktionen efterföljs och deltar därutöver i strategiska portföljdiskussioner. Ledamöterna tillställs regelbundet information från bolaget rörande portfölj- och substansvärdeutveckling, samt övriga för bolaget centrala händelser.

Förslag till vinstdisposition

Till bolagsstämmans förfogande står

balanserad vinst	kSEK	487 144
årets resultat	kSEK	432 452
Summa	kSEK	919 596

Styrelsen och verkställande direktören föreslår

att till aktieägarna utdelas 11,00 SEK/aktie	kSEK	70 400
samt att kvarstående belopp balanseras i ny räkning	kSEK	849 196
Summa	kSEK	919 596

Stockholm den 21 september 2000

JOHAN RAPP
Ordförande

HÅKAN BOHLIN

MATS GULDBRAND

KARIN KRONSTAM

ERIC HIELTE

ULF HEDLUNDH
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits
den 21 september 2000

THOMAS THIEL
Auktoriserad revisor

GEORGE PETTERSSON
Auktoriserad revisor

RESULTATRÄKNING

	(kSEK)	1999/2000	1998/1999
Resultat från värdepappersförvaltning			
Utdelningar		28 080	28 731
Realisationsresultat från värdepapper	Not 3	411 255	20 058
Övriga rörelseintäkter		237	425
Summa resultat från värdepappersförvaltning		439 572	49 214
Förvaltningskostnader	Not 4/5	-9 583	-12 755
Rörelseresultat		429 989	36 459
Finansiella intäkter och kostnader			
Ränteintäkter och liknande resultatposter	Not 6	2 497	1 310
Räntekostnader och liknande resultatposter	Not 7	-34	-28
Resultat efter finansiella poster		432 452	37 741
Skatt		-	-
Årets resultat		432 452	37 741

KASSAFLÖDESANALYS

	(kSEK)	1999/2000	1998/1999
Den löpande verksamheten			
Utdelningar		28 080	28 731
Övriga rörelseintäkter		237	425
Förvaltningskostnader		-9 583	-12 755
Rörelseresultat		18 734	16 401
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet		-3 241	1 286
Erhållen ränta/betald ränta, netto		1 437	2 249
Betald inkomstskatt		-	-
Kassaflöde från den löpande verksamheten			
före förändringar av rörelsekapitalet		16 930	19 936
Förändringar av rörelsekapitalet			
Ökning (+)/minskning (-) av kortfristiga skulder		-179	37
Kassaflöde från den löpande verksamheten		16 751	19 973
Investeringsverksamheten			
Köp av värdepapper		-904 759	-537 358
Försäljning av värdepapper		1 021 960	576 492
Investeringar i maskiner och inventarier		-248	-68
Kassaflöde från investeringsverksamheten		116 953	39 066
Finansieringsverksamheten			
Utbetald utdelning		-54 400	-54 400
Kassaflöde från finansieringsverksamheten		-54 400	-54 400
Ökning (+)/minskning (-) av likvida medel		79 304	4 639
Likvida medel vid periodens början		36 103	31 464
Likvida medel vid periodens slut		115 407	36 103

BALANSRÄKNING

	(kSEK)	2000-08-31	1999-08-31
TILLGÅNGAR			
Anläggningstillgångar			
<i>Materiella anläggningstillgångar</i>			
Inventarier	Not 8	679	612
<i>Finansiella anläggningstillgångar</i>			
Värdepappersinnehav	Not 9	1 141 120	839 775
Summa anläggningstillgångar		1 141 799	840 387
Omsättningstillgångar			
Oreglerade likvider för sålda värdepapper		54	254
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter		2 137	887
Kassa och bank		1 15 407	36 104
Summa omsättningstillgångar		1 17 598	37 245
Summa tillgångar		1 259 397	877 632
EGET KAPITAL OCH SKULDER			
Eget kapital	Not 10		
<i>Bundet eget kapital</i>			
Aktiekapital		64 000	64 000
Reservfond		256 000	256 000
Summa bundet eget kapital		320 000	320 000
<i>Fritt eget kapital</i>			
Balanserad vinst		487 144	503 803
Årets resultat		432 452	37 741
Summa fritt eget kapital		919 596	541 544
Summa eget kapital		1 239 596	861 544
Kortfristiga skulder			
Oreglerade likvider för köpta värdepapper		18 076	10 986
Upplupna kostnader		1 597	4 778
Övriga kortfristiga skulder		146	324
Summa kortfristiga skulder		19 801	16 088
Summa eget kapital och skulder		1 259 397	877 632
<i>Ställda säkerheter</i>			
Ansvarsförbindelser	Not 11	14 517	13 425
		-	157

BOKSLUTSKOMMENTARER

Redovisningsprinciper

Årsredovisningen har upprättats i enlighet med årsredovisningslagen. Bolaget följer Redovisningsrådets rekommendationer.

Materiella anläggningstillgångar

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

Finansiella anläggningstillgångar

Värdepappersinnehavet är bokfört till det lägsta värdet av anskaffningsvärde eller marknadsvärde utifrån en kollektiv värdering av det samlade innehavet. Realisationsvinster/förluster på sålda värdepapper är beräknade enligt genomsnittsmetoden.

Tillgångar och skulder i utländsk valuta värderas till balansdagens kurser.

Not 1 Ersättning till styrelseledamöter och VD

Till styrelsens ledamöter har utgått 400 (400) kSEK i styrelsearvode. Styrelsens ordförande har därvid erhållit 100 (100) kSEK och övriga ledamöter vardera 75 (75) kSEK. Styrelsen och Verkställande direktören omfattas av en ansvarsförsäkring, vilken bekostas av bolaget. Premien uppgick till 88 (162) kSEK för räkenskapsåret.

VD Ulf Hedlundh är sedan 1997-02-01 anställd av Svolder AB. Uppsägningstiden för VD i bolaget är sex månader från VDs sida och tjugofyra månader från bolagets. VDs ersättning är uppdelad i en fast del om årligen 1 300 kSEK samt därutöver en rörlig del (bonus) som under verksamhetsåret uppgår till 0 (1 240) kSEK. VD omfattas av bolagets incitamentsprogram. En beskrivning av incitamentsprogrammet framgår av not 2. VDs samlade ersättning från bolaget har under verksamhetsåret varit 1 266 (2 585) kSEK, jämte premier för tjänstepension. Fjölårets ersättning inkluderade en reservering om 210 kSEK för möjlig bonus att avräknas mot kommande års incitamentsprogram. Denna del kommer ej att utbetalas till följd av verksamhetsårets negativa performancebidrag, se även not 5.

Till ovanstående arvoden och ersättningar tillkommer sociala kostnader.

Not 2 Incitamentsprogram

Svolders styrelse lämnade den 23 september 1998 ett erbjudande till Svolders anställda att medverka i ett sk incitamentsprogram under perioden 1998-09-01-2001-08-31, med möjlighet till förlängning. Programmet strävar efter att belöna de anställda endast om de långsiktigt skapar ett mervärde för Svolders aktieägare. Med mervärde avses i första hand substansvärdetillväxt utöver jämförelseindex och i andra hand högre börsvärdering av bolagets substansvärde än jämförbara rena investmentbolag.

Svolders jämförelseindex är Carnegie Small Cap Index (CSX). Vid varje verksamhetsårs slut görs en beräkning av bolagets substansvärdetillväxt och CSX utveckling, efter erforderliga justeringar av i huvudsak utdelningar. Med normal prestation menas tillväxt enligt CSX och därmed fullt bärande av bolagets förvaltningskostnader. Har en skillnad uppstått multipliceras denna med 13,33 procent (performancebidrag), vilket således kan vara såväl positivt som negativt.

Performancebidrag fördelas på anställd personal av styrelsen efter förslag från en bonuskommitté bestående av styrelsens ordförande, verkställande direktören och en representant för den kapitalmässigt största aktieägaren. Av positiv behållning erhålls en tredjedel som "cost of bonus" för den anställde. Kvarvarande belopp står kvar till nästa års beräkning och justeras därefter i sin helhet med följande års performancebidrag. Om detta saldo är positivt utdelas en tredjedel av det nya saldot. Vid negativt saldo krävs ingen betalning från den anställde. Negativt saldo avräknas dock mot positivt värderingsbidrag, se nedan, och framtida positiva perform-

ancebidrag. Bidraget kan årligen maximalt utgöra två procent av bolagets genomsnittliga substansvärde.

I den händelse att Svolders mest omsatta aktie (B-aktien) genomsnittligen handlas till en högre värdering i förhållande till bolagets substansvärde än vad motsvarande rena investmentbolag gör, skall detta premiera bolagets anställda i annat fall belasta dem. Avvikelsen i procentenheter multipliceras med Svolders ingående substansvärde och 6,67 procent (värderingsbidrag). Positivt värderingsbidrag utbetalas årligen, negativt belastar saldot för performancebidrag innan dess eventuella utbetalningar. Skulle Svolders genomsnittliga sk investmentbolagsrabatt ett verksamhetsår vara större än 15 procentenheter erhålls inget positivt värderingsbidrag. Maximalt värderingsbidrag utgörs av 0,3 procent av bolagets genomsnittliga börsvärde.

Bonus erhållen från performance- eller värderingsbidrag är ej pensionsgrundande. Rätt till utbetalning förutsätter i princip anställning. Vid uppköp av bolaget, frivillig likvidation eller avnotering av bolagets aktier har den anställda vanligtvis rätt till inestående positivt bonussaldo.

Utav fjolårets bonusreservering om 3 400 kSEK utgjorde 680 sk bonussaldo. Detta saldo har lösts upp under verksamhetsåret och ej utbetalats till följd av 1999/2000 års negativa performancebidrag, se även not 5.

Styrelsen har inlett en översyn av incitamentsprogrammet.

	1999/2000	1998/1999
Not 3 Realisationsresultat från värdepapper		
Realisationsvinster	433 174	68 231
Realisationsförluster	-21 919	-48 173
	411 255	20 058

Not 4 Förvaltningskostnader		
Personalkostnader (inkl. styrelsearvode)	4 397	8 572
Övriga förvaltningskostnader	5 005	4 026
Avskrivningar	181	157
	9 583	12 755

Till KPMG har 1999/2000 utbetalats 150 i revisionsarvode, samt 24 för övriga tjänster.

Not 5 Personalkostnader		
<i>Löner och andra arvoden</i>		
Styrelse	400	400
Verkställande direktör	1 266	1 345
Övrig anställda	1 659	1 719
<i>Incitamentsprogram</i>		
Verkställande direktör	-210	1 240
Övrig anställda	-301	1 315
<i>Sociala kostnader</i>		
Styrelse	132	132
Verkställande direktör	347	846
Övrig anställda	447	971
<i>Pensionskostnader</i>		
Verkställande direktör	273	271
Övrig anställda	258	240
<i>Övriga personalkostnader</i>	126	93
	4 397	8 572

	1999/2000	1998/1999
Anställda		
Medeltalet anställda under verksamhetsåret	5	5
Varav kvinnor	1	1
Antal anställda vid verksamhetsårets slut	4	5
Varav kvinnor	0	1
Not 6 Ränteintäkter och liknande resultatposter		
Ränteintäkter bank	2 497	1 310
	2 497	1 310
Not 7 Räntekostnader och liknande resultatposter		
Bankkostnader	-34	-28
	-34	-28
Not 8 Materiella anläggningstillgångar		
<i>Maskiner och inventarier</i>		
Ingående anskaffningsvärden	832	764
Inköp	248	68
Utgående ackumulerade anskaffningsvärden	1 080	832
Ingående avskrivningar	-220	-62
Årets avskrivning	-181	-158
Utgående ackumulerade avskrivningar	-401	-220
Utgående planenligt restvärde	679	612

Not 9 Värdepappersportföljen (Se sid 47)

Not 10 Eget kapital

	Aktie- kapital	Reserv- fond	Balanserad vinst	Årets resultat	Totalt
Belopp vid årets ingång	64 000	256 000	503 803	37 741	861 544
Fondemission	0	0	0	0	0
Vinstdisposition	0	0	37 741	-37 741	0
Utdelning	0	0	-54 400	0	-54 400
Årets resultat				432 452	432 452
	64 000	256 000	487 144	432 452	1 239 596

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

Aktietyp	Röstetal	Antal
A	10	1 002 388
B	1	5 397 612
		6 400 000

Under verksamhetsåret har 137 612 A-aktier omstämplats till B-aktier efter ansökan hos bolagets styrelse.

Not 11 Ställda panter

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

Not 9 Värdepappersportföljen

	Antal (st)	Kurs (SEK)	Marknads- ¹⁾ värde (kSEK)	Bokfört- värde (kSEK)
AcadeMedia	218 450	83,00	18 131	19 591
Affärsstrategerna	552 200	36,50	20 155	18 646
Axfood	680 100	64,50	43 866	49 364
Atle	100 000	128,00	12 800	12 725
G&L Beijer	610 000	55,00	33 550	23 621
Beijer Electronics	610 000	71,00	43 310	36 942
B & N Nordsjöfrakt	1 000 000	11,80	11 800	22 397
Finnveden	275 000	94,00	25 850	31 586
Frontec	1 503 000	106,00	159 318	98 633
Geveko	162 100	159,50	25 855	17 224
Graphium ²⁾	318 400	115,00	36 616	33 336
Gunnebo	610 000	117,00	71 370	53 392
Haldex	772 400	97,00	74 923	86 718
IFS	200 000	144,00	28 800	34 697
JC	295 200	44,00	12 989	17 184
JM	388 000	181,00	70 228	52 062
Karolin Machine Tool	268 900	116,50	31 327	28 239
Lindab	437 000	103,00	45 011	39 285
LjungbergGruppen	284 100	140,00	39 774	20 826
Mekonomen	30 000	90,00	2 700	3 321
Mind	1 077 000	24,40	26 279	31 064
Munksjö	855 800	58,50	50 064	54 692
NCC	465 600	75,00	34 920	34 626
Nibe Industrier	425 000	125,00	53 125	42 827
Nolato	366 050	196,00	71 746	52 515
ProfilGruppen	500 000	42,50	21 250	26 722
SwitchCore	400 000	114,50	45 800	50 257
TurnIT	356 000	205,50	73 158	81 287
Utfors	150 000	210,00	31 500	36 804
Viking Telecom	167 600	36,50	6 117	4 892
Wedins	605 000	40,70	24 624	25 642
Totalt portföljvärde			1 246 956	1 141 120

Avgår marknadsvärde utställda optioner

-1 323

Värde utställda optioner

897

Erhållen premium

58

Marknadsvärde efter justering optioner**1 246 588**

Portföljens överbörde

105 468

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

²⁾ Köpoptioner har utfärdats till verkställande direktören i Graphium (11 500 aktier).

REVISIONSBERÄTTELSE

Till bolagsstämman i Svolder AB (publ)

Organisationsnummer 556469-2019

Vi har granskat årsredovisningen och bokföringen samt styrelsens och verkställande direktörens förvaltning i Svolderaktiebolag för räkenskapsåret 1999-09-01-2000-08-31. Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna och förvaltningen. Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen och förvaltningen på grundval av vår revision.

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

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

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

Stockholm den 21 september 2000

THOMAS THIEL
Auktoriserad revisor

GEORGE PETERSSON
Auktoriserad revisor

STYRELSE

JOHAN RAPP

Stockholm, f 1939.
Ordförande.
Invalid 1993.
Övriga styrelseuppdrag:
Graphium AB, ITAB Industri
AB, Alfred Berg Holding AB,
Pomonagruppen AB, Vättern
Industrier AB m fl.
Aktieinnehav: 10 000 A-aktier,
10 000 B-aktier.

HÅKAN BOHLIN

Sävedalen, f 1957.
Investment Manager Sjätte
AP-fonden.
Invalid 1997.
Övriga styrelseuppdrag: Elimag
Industri AB, N S Holding AB,
Modig Machine Tool AB,
Tradex Holding AB.
Aktieinnehav: 400 B-aktier.

MATS GULDBRAND

Stockholm, f 1945.
Aktiechef AMF Pension.
Invalid 1994.
Övriga styrelseuppdrag:
Stiftelsen Gustav V:s
80-årsfond.
Aktieinnehav: 4 000 B-aktier.

KARIN KRONSTAM

Billdal, f 1950.
Verkställande direktör Samhall
Gotia AB.
Invalid 1993.
Övriga styrelseuppdrag: Almi
Företagspartner AB, Lernia AB,
3:e AP-fonden.
Aktieinnehav: 1 500 B-aktier.

ERIC HIELTE

Hovås, f 1948.
Ordförande Ernström-
gruppen AB.
Invalid 1998.
Övriga styrelseuppdrag: Platzer
Fastigheter AB, Bohusbanken
m fl.
Aktieinnehav via bolag:
466 300 A-aktier och 20 800
B-aktier.

ULF HEDLUNDH

Stockholm, f 1960.
Verkställande direktör.
Invalid 1993.
Aktieinnehav: 1 000 B-aktier.

STYRELSENS SEKRETERARE

MAGNUS MOLIN

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

REVISORER

GEORGE PETTERSSON

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

THOMAS THIEL

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

REVISORSSUPPLEANTER

MAGNUS JACOBSSON

Stockholm, f 1958.
KPMG.

HELENE WILLBERG

Täby, f 1967.
KPMG.

DEFINITIONER

Nyckeltal Svolder (sidan 10)

Aktiens kurstillväxt – Senaste betalkurs för B-aktien på balansdagen i förhållande till börskursen närmast föregående balansdag i förhållande till introduktionskursen (50 SEK/aktie) 1993-06-30.

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

Börsvärde – Senaste betalkurs för B-aktien den 31 augusti respektive år multiplicerat med bolagets totala antal aktier (6400000). 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 9,5 miljarder kronor (augusti 2000).

Direktavkastning – Föreslagen/beslutad utdelning i förhållande till börsvärde.

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

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

Ingående (IB)/utgående (UB) – IB avser verksamhetsårets start 1997-09-01, 1998-09-01 respektive 1999-09-01 och UB dess slut 1998-08-31, 1999-08-31 respektive 2000-08-31.

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

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.

Soliditet – Substansvärde i relation till totala tillgångar +/- skillnaden mellan aktieportföljens marknadsvärde och dess bokförda värde för aktuell balansdag. Netto-redovisning av aktiehandelns oreglerade likvider. Anger bolagets finansiella ställning.

Substansvärde – Eget kapital +/- skillnaden mellan aktieportföljens marknadsvärde och dess bokförda värde. Anger bolagets förmögenhet.

Substansvärdetillväxt – Skillnaden mellan utgående och ingående substansvärde, samt denna i relation till ingående substansvärde, samt i förhållande till introduktionskursen (50 SEK/aktie) 1993-06-30.

Utdelning – Styrelsens förslag till bolagsstämman 2000 för verksamhetsåret samt beslutad utdelning för 1997/98 och 1998/99.

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

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

Vinst efter skatt – Årets resultat.

Nyckeltal analys (sidan 24)

Börskursen – Företrädesvis sista betalkurs 2000-09-04. Motsvarande värde för CSX och AFGX var denna dag 615,8 respektive 6170,2.

Direktavkastning – Kvoten mellan förväntad utdelning och börskurs per aktie.

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

Medianvärde – Den mellersta observationen i populationen då den rangordnas.

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

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

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

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

Utdelningsandel – Kvoten mellan förväntad utdelning och vinst per aktie.

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



WWW.SVOLDER.SE

– MED DEN SENASTE INFORMATIONEN OM

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



SVOLDER AB (publ)

Birger Jarlsgatan 13 • Box 70431 • 107 25 Stockholm

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

www.svolder.se