



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT-17

Veni Vidi Värde

-En studie om värdeinvestering på den svenska aktiemarknaden mellan 1996 och 2015

Författare:

Daniel Bell

Jesper Eriksson

William Lennartsson

Handledare:

Susanne Arvidsson

Förord

Efter mycket blod, svett och tårar har kandidatuppsatsen nått sitt slut. Det har varit en lärorik process och vi hoppas att uppsatsen kan inspirera andra att undersöka ämnet ytterligare.

Daniel Bell, Jesper Eriksson & William Lennartsson

Titel	Veni Vidi Värde – En studie om värdeinvestering på den svenska aktiemarknaden mellan 1996 och 2015.
Seminariedatum	2017-05-31
Kurs	FEKH89 Företagsekonomi: Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15HP.
Författare	Daniel Bell, Jesper Eriksson, William Lennartsson
Handledare	Susanne Arvidsson
Fem nyckelord	Värdeinvestering, Stockholmsbörsen, F_SCORE, Hög B/M, Överavkastning
Syfte	Syftet med studien är att undersöka huruvida man kan uppnå överavkastning på den svenska börsmarknaden mellan 1996 och 2015 genom tillämpning Piotroskis F_SCORE . Ytterligare utreder avhandlingen storlekseffekten samt avkastningens relation till risk.
Metod	Studien utgår ifrån en kvantitativ metod med en deduktiv ansats för att analysera sekundärdata.
Teoretiska perspektiv	Studien grundar sig i tidigare forskning gällande värdeinvesteringar. Som tillsammans med teori kring den effektiva marknadshypotesen och Fama & Frenchs Three Factor model ämnar utreda studiens syfte.
Empiri	Urvalet utgörs av de 20 procent bolag som påvisar högst årsvis book-to-market listade på Stockholmsbörsen mellan 1996 och 2015.
Resultat	Studien påvisade att överavkastning via F_Score var möjligt på Stockholmsbörsen för period 1996-2015. Uppsatsen kunde ej bevisa storlekseffektens inverkan på avkastningen. Resultaten i riskanalysen tyder på att F_Score portföljen har en lägre risk och en högre överavkastning än en hög B/M kvintilsportfölj

Title	Veni Vidi Värde – En studie om värdeinvestering på den svenska aktiemarknaden mellan 1996 och 2015.
Seminar date	2017-05-31
Course	FEKH89 Business Administration: Corporate Finance Degree Project, Undergraduate level, 15 ECTS
Authors	Daniel Bell, Jesper Eriksson, William Lennartsson
Advisor	Susanne Arvidsson
Key words	Value-investment, OMX Stockholm, F_SCORE, High B/M, Alpha
Purpose	The purpose of the study is to examine whether or not it's possible to achieve excess return on the swedish stockmarket between 1996 and 2015 through the use of Piotroskis F_SCORE. In addition the paper examined the small firm effect and the relationship between risk and return.
Methodology	The paper applied a quantitative method with a deductive approach in order to analyze the collected data.
Theoretical perspectives	The essay is based on previous research on value investment. Which together with theory regarding the effective market hypothesis and Fama & French's Three Factor Model aims to investigate the purpose of the study.
Empirical foundation	The selection consists of the highest B/M quintile for each year of examined period.
Conclusions	The paper shows that excess return through the use of F_Score is achievable on OMXS for the studied period. The study could not conclude that a size effect had significant impact on returns. The results of the riskanalysis indicate that the F_Score portfolio carries lower risk and higher excess return than a high B/M quintile portfolio.

Innehållsförteckning

1.0 Inledning	8
1.1 Bakgrund	8
1.2 Problemdiskussion	9
1.3 Problemformulering	10
1.4 Syfte	10
1.5 Avgränsningar	11
1.6 Målgrupp	11
1.7 Disposition	11
2.0 Teori	13
2.1 Effektiva marknadshypotesen	13
2.2 Capital Asset Price Model (CAPM)	14
2.3 Fama-French Three Factor Model (FF3FM)	14
2.3.1 Tillämpning av FF3FM	15
2.4 Tidigare forskning inom värdeinvestering	17
2.4.1 Book to market effect	17
2.4.2 Småbolagseffekten	17
3.0 Metod	19
3.1 Vetenskaplig utgångspunkt	19
3.2 Urval	19
3.2.1 Marknad	19
3.2.2 Tidsperiod	20
3.2.3 Urvalskriterier	20
3.3 Beroende variabler	20
3.3.1 Portföljavkastning	20
3.3.3 Riskjusterad Avkastning genom FF3FM	20
3.4 Oberoende variabler	22
3.4.1 Return On Assets (ROA)	23
3.4.2 Δ Return on Assets (Δ ROA)	23
3.4.3 Cash Flow from Operations (CFO)	23
3.4.4 Accrual	24
3.4.5 Δ Turnover	24
3.4.6 Δ Margin	24

3.4.7 Δ Leverage	25
3.4.8 Equity Offer (EQ_OFFER)	26
3.5 Datainsamling och databearbetning	26
3.6 Portföljformatering F_score	27
3.7 Statistiska prövningar	27
3.8 Metoddiskussion	29
3.8.1 Övergripande metodkritik	29
3.8.2 Reliabilitet	29
3.8.3 Validitet	29
3.8.4 Bortfallsanalys	30
4.0 Resultat	32
4.1 Deskriptiv statistik om hög B/M företag	32
4.2 Spearmans korrelation	33
4.3 Avkastningstest, jämförelse hög- och låg F_Score företag	34
4.4 Storleksindelad urval, avkastningstest	36
4.5 Deskriptiv statistik av riskvariabler	37
4.6 Multikolinjäritet – FF3FM	39
5.0 Analys	41
5.1 Finansiella egenskaper och avkastning hos hög B/M företag	41
5.2 Korrelationsanalys	42
5.3 Portföljavkastning	43
5.3.1 Avkastningsfördelning för olika storleksindelningar	44
5.4 Regressionsanalys - Risk	44
6.0 Slutsats	47
Källförteckning	49
Appendix	52

Definitioner och begrepp

Hög B/M företag	(På engelska High book to market firms) - Definieras som företag i den övre kvantilen av vårt urval vad gäller kvoten mellan book value och market value för varje år
Överavkastning	Avkastning i förhållande till jämförbart index, i detta fall OMXs
Stockholmsbörsen	I studien syftar Stockholmsbörsen på NASDAQ OMX large, mid- och small cap vilka tillsammans innehåller de företag som observeras i urvalet.
FF3FM	(Fama French Three Factor Model) - en modell för att prissätta värdepapper och mäta risk.
Hög/Låg B/M portfölj	Urvalskriteriet för en hög B/M portfölj är ett F_SCORE på över 7 medan alla aktier med en F_SCORE under 2 kommer att benämnas låg B/M portfölj.
Risfri ränta	Syftar i studien till den årliga 3-månaders räntan på statsskuldväxlar.
Blanka	Att sälja en tillgång man inte innehar till ett pris idag, med förhoppningen att köpa tillbaka samma tillgång till ett lägre pris i framtiden.
Värdebolag	Företag som har en hög kvot mellan det bokförda värdet på tillgångarna och dess börsvärde
Buy-and-hold	Strategi som innebär att tillgången (portföljen) köps in och innehas under en period av antingen ett eller två år, varefter den säljs.

1.0 Inledning

Studiens första kapitel kommer behandla undersökningens bakgrund och ämnesval, samt förklara studiens syfte och dess avgränsningar.

1.1 Bakgrund

Året är 2017, föreläsning sju på terminens kandidatkurs i finans har precis avslutats. Tre av klassens studenter är i extas och deras själar har fyllts av hopp. Den där 24 meter långa segelbåten som Lars-Krister drömt sen barnsben, kanske inte bara kommer förbli en dröm. Hans kamrater kan även de se sina storslagna drömmar uppfyllas.

Stora rikedomar går att finna på börsen, viskade en avlägsen röst, och här ska ni leta efter dem. Upplýsningen de tre kamraterna upplevde denna kalla februarimorgon resulterade i denna uppsats, som baserar sig på Joseph D. Piotroskis F-score.

Många investerare delar nog drömmen om att bli rik på börsen. Vissa söker lyckan i förhoppningsbolag, i tron om att ett godkänt patent, ett lyckat medicinskt försök eller en ryktad jättebeställning ska leda till att deras innehav blir nästa aktieraket. Tyvärr har investeringar som dessa otroligt hög risk, och ger ändå ofta sämre avkastning än marknadsportföljen (Lakonishok, Shleifer & Vishny, 1994).

Denna uppsats kommer att fokusera på förhoppningsbolagen motsats, värdebolagen, vars tillgångar värderas lågt relativt marknaden. Finns det bolag på börsen vars fundament värderas för lågt, och kan det vara så att det är just här vi ska leta efter dolda rikedomar? Går det att applicera värdestrategi, genom att titta på historisk finansiell information, och därigenom skapa överavkastning på den svenska aktiemarknaden?

1.2 Problemdiskussion

Betydande forskning om värdebolag som gjorts på den amerikanska aktiemarknaden har pekat på att dessa företag periodvis överpresterat på börsen (e.g., Fama & French 1992; Lakonishok et al., 1994; Lanstein, Reid & Rosenberg, 1984). Tidig forskning inom området fundamentalanalys pekade på att det var möjligt att skapa överavkastning på den amerikanska aktiemarknaden genom att investera med så kallade värdestrategier (Bernard & Thomas, 1990). Strategin bygger på analys av finansiella nyckeltal, för att hitta aktier som bedöms undervärderade givet vad de redan presterat. För att antagandet om att det finns undervärderade aktier ska hålla krävs det att fundamentalanalysen antingen fångar in underliggande risk som ökar den förväntade avkastningen (Chen & Zhang, ; Fama & French, 1992) eller att aktiemarknaden i vissa avseenden är långsam på att anpassa sig efter finansiell information (Lanstein et al., 1984). Lakonishok et.al (1994) presenterade bevis på att investering i värdebolag gav överavkastning på grund av suboptimalt beteende hos investerare, snarare än att denna strategi tog på sig högre risk.

Fama och French (1992) gav starka bevis för att portföljer som innehöll bolag med hög Book-to-Market-kvot hade högre avkastning än portföljer som innehöll bolag med låg Book-to-Market kvot. Nyckeltalet förklarar förhållandet mellan ett företags bokförda värde på de egna tillgångarna, och marknadsvärdet för bolaget, en låg kvot innebär således att bolagets tillgångar värderas högt jämfört med bolag som innehar en hög kvot.

En uppmärksammas vidareutveckling av dessa resultat har gjorts av Piotroski (2000). Han menar att en traditionell värdestrategi, där investeringsbeslut endast baseras på bolagets book-to-market kvot, är långt ifrån optimal då den förlitar sig på ett fåtal företag med hög avkastning och accepterar en stor andel företag som underpresterar. I Piotroskis studie från år 2000 visar han att i en värdebolagsportfölj med amerikanska bolag mellan 1976 och 1996, överavkastar endast 44% av bolagen marknaden. En betydande del av portföljen underpresterar således marknaden och av denna anledning skapade han F-score, som är en vidareutveckling på strategin att investera i värdebolag. Genom fundamentalanalys skapas en modell för att betygsätta företags historiska finansiella prestationer, och gallra bort de företag med hög B/M-kvot som inte genererar överavkastning. Med denna modell lyckades Piotroski (2000) överavkasta den amerikanska aktiemarknaden genom att köpa aktier i de företag som hade ett högt betyg, och blanka, satsa på en nedgång i aktiepris, för de aktierna som får ett lågt betyg.

Vidare forskning inom området har utförts i Australien (Hyde, 2016), Indien (Baur & Singh, 2015), Sydafrika (Akinboade, Merwe & Taft, 2015), och Sydostasien (Hyde, 2014), men likvärdig forskning har inte utförts på den svenska aktiemarknaden. Författarna av denna studie ser därför en relevans i att fylla detta forskningsgap. Piotroskis studie utredde inte om resultaten från hans strategi berodde på att metoden lett till ökat risktagande som en förklaring till den höga avkastningen. Ett sätt att undersöka detta, är genom tillämpningen av förklarande modeller för relationen mellan risk och avkastning. Den vanligaste modellen för att förklara relationen mellan risk och avkastning är CAPM, trots att den är relativt begränsad på grund av att endast en förklarande variabel utnyttjas (Berk & DeMarzo, 2014). En vidareutveckling av CAPM etablerades av Fama och French (1993), Fama-French Three Factor Model, för att få en högre förklaringsgrad mellan relationen risk och avkastning.

1.3 Problemformulering

Studien ämnar besvara följande frågeställningar:

Kan värdestrategi användas för att uppnå riskjusterad överavkastning på stockholmsbörsen?

Till vilken grad kan portföljens avkastning förklaras av de utvalda variablerna?

Går det att förklara eventuella avvikelser i portföljavkastningen genom prissättningsmodeller som förklarar relationen mellan risk och avkastning?

1.4 Syfte

Studien syfte är att undersöka huruvida en värdebolagsportfölj som bygger på Piotroski's F_Score kan användas för att skapa överavkastning på den svenska aktiemarknaden genom analys av företagens historiska finansiella information. Undersökningsperioden är 1996-2015, och kommer även utreda om avvikelser i avkastningen kan förklaras av risk, genom tillämpning av prissättningsmodellerna CAPM och Fama-French Three Factor Model (FF3FM).

1.5 Avgränsningar

Betydande forskning i området har utförts i USA (Banz, 1981; Fama & French, 1992; Piotroski, 2000), Australienska (Hyde, 2016), Indiska (Kaur & Singh, 2015), Sydafrikanska (Akinboade et al., 2016) och Sydostasiatiska marknaden (Hyde, 2014). Arbetet avgränsas i omfattning till att undersöka den svenska aktiemarknadens större listor, OMX Stockholm. Valet att exkludera exempelvis Aktietorget, vilken även rapporterat finansiell information till Datastream, beror på att denna inte varit aktiv under hela undersökningsperioden vilket begränsar förmågan att jämföra resultat (Aktietorget, 2017). Tidsperioden 1996-2015 grundade sig i ett antal omständigheter. Piotroski prövade sin F_SCORE på den amerikanska marknaden mellan 1976 och 1996.

Commented [L1]: Kolla igen

1.6 Målgrupp

Studien riktar sig mot akademiker som besitter kunskaper i finansiell ekonomi samt investerare och andra personer med intresse för aktiemarknaden.

1.7 Disposition

Studien kommer till att följa den generella strukturen för kvantitativa uppsatser presenterad av Bryman och Bell (2013).

Teori – Följande kapitel syftar att ge läsaren övergripande kunskap kring värdeinvesteringar och de mest framträdande teorierna inom området. Vidare presenteras tidigare forskning som relaterar till värdeinvesteringar, fundamental analys och marknadseffektivitet som avser ligga till grund för att uppnå studiens syfte.

Metod – Avsnittet presenterar tillvägagångssättet som legat till grund för studiens genomförande. Vidare förklaras datainsamlingen och databearbetningen mer ingående samt hur denna tillämpats på studiens utvalda variabler. Kapitlet knyts ihop med en kritisk granskning över valet av metod.

Resultat - Kapitlet presenterar datainsamlingen samt resultaten från de statistiska tester som utförts med avsikt att besvara uppsatsen syfte.

Analys – Avsnittet ämnar förklara och kritiskt granska resultaten utifrån tidigare studerade teorier och forskning.

Slutsats – Följande kapitel anknyter reflektioner, tankar och åsikter kring studiens resultat och analys. Avslutningsvis ges förslag på vidare forskning inom området.

2.0 Teori

Följande kapitel presenterar de teorier som är mest framträdande inom värdeinvesteringar i syfte att förklara särskilda fenomen kring B/M investeringar och fundamental analys. Vidare introduceras tidigare forskning som betraktas relevant för uppsatsens syfte.

2.1 Effektiva marknadshypotesen

Modern portföljvalsteori har ett teoretiskt ramverk som omsluts av hypotesen om effektiva marknader. Forskningsområdet fick fart under 70-talet, mycket tack vara Eugene Fama. Hypotesen innebär förenklat att priser på kapitalmarknaden på en effektiv marknad reflekterar all tillgänglig information (Fama, 1970). I förlängningen innebär detta att på en effektiv kapitalmarknad finns det inget utrymme för ökad avkastning utan att ta på sig mer risk (Fama, 1970). Fama (1970) resonerar vidare att marknadseffektivitet kan finnas i tre former, svag, semi-stark och stark form. Svag marknadseffektivitet innebär att endast historisk information skapar priset på marknaden. I praktiken pekar Fama (1970) på att det är den semi-starka effektiviteten som råder, som innebär att marknaden korrigerar priser efter att ny information offentliggörs. Stark marknadseffektivitet definieras som att priser justeras med hjälp av all publik information och all information som inte är offentliggjord. Även om kapitalmarknader inte är starkt effektiva, är den semi-starka formen bra nog för att beskriva prissättningen av finansiella tillgångar.

Effektiva marknadshypotesen har sedan 70-talet varit ansedd som en av grundpelarna inom finansforskning. Kapitalmarknaden ansågs i dessa sammanhang som väldigt effektiv (Malkiel, 2003). Senare forskning, inom bland annat redovisning och finans, har påvisat att marknaden i vissa anseenden är långsam på att inkorporera ny information i aktiepriset (Lanstein et al., 1984). På den amerikanska marknaden visar Thomas och Bernard (1989) att marknaden är långsam på att ta in information om resultatförändringar i aktiepriset. Detta står i kontrast med de antaganden om en semistark kapitalmarknad som beskrivits ovan.

Fortsatt forskning i området av Bernard och Thomas (1990) undersöker huruvida CAPM är felspecificerad som en förklaring till varför aktiepriserna på den amerikanska marknaden inte reflekterar tillgänglig information om resultat. För att förklara fenomenet pekar dessa på ett

antal faktorer som kan förklara resultaten. Transaktionskostnader kan påverka effektiviteten i marknaden genom att fördröja reaktionen hos investerare när ny information blir tillgänglig. Genom fundamentalanalysens perspektiv fann Bernard och Thomas (1990) bevis på att marknaden är ineffektiv vad gäller användning av viss historisk finansiell information, för att prognosticera och prisa in framtida resultat i aktiekursen. Piotroski (2000) finner vidare att det går att skapa överavkastning på marknaden, 1976-1996, genom att analysera historiskt finansiell information, för att skapa aktieportföljer som är teoretiskt underprissatta. I båda fall skapar det frågetecken omkring hur väl den semistarka effektiviteten beskriver kapitalmarknaden och vilka alternativa riskmått eller variabler som kan förklara fenomenet.

2.2 Capital Asset Price Model (CAPM)

Capital Asset Price Model, hädanefter CAPM, är en flitigt använd prissättningsmodell för riskfyllda tillgångar inom finansvärlden. Den baserar sig på antagandet att bara den systematiska risken, ska påverka priset för en tillgång (Berk & Demarzo, 2014). Systematisk risk är den allmänna risk som gäller för hela aktiemarknaden. De faktorer som inverkar på systemrisk kan vara exempelvis konjunktur, inflation, räntor och dessa påverkar samtliga företag och därmed aktiekurser. För varje enskild aktie mäts systemrisk med hjälp av en betakoefficient.

Den systematiska risken kan aldrig diversifieras bort för en portfölj, utan kan teoretiskt bara reduceras genom att avstå från avkastning. Exempel på det förutnämnda är att lägga till teoretiskt riskfria tillgångar som statsskuldväxlar, eller att välja aktier med en lägre betakoefficient än den nuvarande portföljen. CAPM kan ge oss en uppfattning om den risk som är relaterad med avkastningen för en portfölj (Perold, 2004).

2.3 Fama-French Three Factor Model (FF3FM)

I en studie av Fama och French (1993) framfördes bevis på att tvärsnittet av aktierna på den amerikanska marknaden har ett svagt samband mellan den systematiska risk som beskrivs i CAPM och tillgångens avkastning. Kritiken grundar sig i att modellen endast förlitar sig på en förklarande variabel. Fama och French (1993) fann däremot att andra riskvariabler utan

anknytning till traditionell värdepappersprissättning visade sig ha en tillförlitlig relation till avkastning. Empiriska bevis för variablerna marknadsbeta, storlek, E/P (vinst/pris), hävstång och B/M kvoten enskilda relation till avkastning hade tidigare bevisats i flera studier (Banz 1981; Basu 1983; Bhandari 1988; Lanstein et al., 1985). I Fama och French studie (1992) utvecklade de bevisen genom att studera dessa variablers kombinerade och enskilda relation till avkastning. De fann att kombinationen av storlek och B/M kvot innehöll den information som E/P och hävstång bidrog med vad gäller avkastning. Resultatet av deras studier blev en ny modell för att förklara tillgångars relation mellan avkastning och risk, Fama-French Three Factor Model.

Modellen grundar sig i CAPM, men inkluderar även två variabler som avspeglar tillgångarnas storlek och B/M kvot. Small-minus-big, härnäst SMB, förklarar marknads riskpremium som är kopplat till företagets marknadsvärde och High-minus-Low, härnäst HML, som förklarar marknads riskpremium kopplat till B/M kvoten.

$$E(R_i) - R_f = \alpha_i + \beta_i [E(R_M) - R_f] + s_i SMB + h_i HML$$

2.3.1 Tillämpning av FF3FM

Fama och French (1993) baserar sin modell i att dela in marknaden i sex olika portföljer, med utgångspunkt från dess marknadsvärde (MV) och B/M kvot. I den ursprungliga modellen som är baserad på den amerikanska marknaden, sorteras företagens som små (S) och stora (B) efter medianen på New York Stock Exchange. De övriga mindre listorna storleksindelning utgår efter denna median.

Företagen delas även in i tre B/M grupper baserat på dess B/M kvot, 30% lägsta (L), 40% i mitten (M), och översta 30% (H). Dessa uppdelningar är också dem baserade på New York Stock Exchange, och övriga listors indelning utgår från gränserna på denna.

Anledning till att B/M kvoten sker i tre grupper och Marknadsvärdet två, är att Fama-French (1992) har funnit att B/M kvoten har en större påverkan på avkastningen än marknadsvärdet. Dock poängterar de att gränserna för uppdelningen är godtyckliga, och att ingen vidare efterforskning om var den optimala indelningen finns gjorts.

De sex portföljerna (S/L, S/M, S/H, B/L, B/M, B/H), konstrueras från uppdelningen av de två MV och tre B/M grupperna. Nya indelningar görs i juni varje år, och datan för indelningen tas December året innan.

	Litet börsvärde	Stort börsvärde
30% Högt B/M	S/H	B/H
40% Medium B/M	S/M	B/M
30% Lågt B/M	S/L	B/L

Utifrån dessa portföljer beräknas sedan en värdeviktad avkastning för varje månad, från Juli till Juni ett år framåt, då portföljerna görs om igen efter de då rådande MV och B/M kvoter. Senare studier på andra, mindre marknader än USA har dock visat användningen av ett medelvärde för avkastningen i de sex portföljerna istället för en värdeviktad avkastning ger en bättre estimering (Bartholdy & Paere, 2003). Detta för att de stora (B) företagens dominerade viktning, gör att de små bolagens avkastning blir försumbara och obetydliga. Genom att skapa dessa 6 portföljer kan de förklarande variablerna, SMB och HML, bevisas ur följande ekvationer (Fama & French, 1993). Portföljen SMB har som uppgift att efterlikna de riskfaktorer som är relaterade till börsvärdet på tillgången.

$$SMB = \frac{(R_{S/L} + R_{S/M} + R_{S/H})}{3} - \frac{(R_{B/L} + R_{B/M} + R_{B/H})}{3}$$

HML-portföljen fångar in den risk som är förenlig med hög hävstång, låg likviditet och tillförsel av externt kapital vilken karaktäriserar företag med högt B/M.

$$HML = \frac{(R_{S/H} + R_{B/H})}{2} - \frac{(R_{S/L} + R_{B/L})}{2}$$

2.4 Tidigare forskning inom värdeinvestering

2.4.1 Book to market effect

Book-to-market (BM) beskriver kvoten mellan ett företags bokförda värde och dess marknadsvärde. Att företag med en hög BM-kvot presterar bättre än de med en låg, är en marknadsanomali som påvisats i flera tidigare studier (Fama and French 1992; Lakonishok; Lanstein et al, 1984). Denna anomali kan dels förklaras av marknadens effektivitet men även dess ineffektivitet. Ett exempel på det senare är att företag med en hög BM ofta ratas av investerare, tilldelas överpessimistiska prognoser och prissätts felaktigt (Lakonishok et al., 1994). I samband med att dessa företags resultat förbättras, överraskas marknaden positivt och företagens rätta värde inprisas (LaPorta, Lakonishok, Shleifer & Vishny 1997).

En förklaring som associeras med en effektiv marknad, är att företag med ett högt BM karakteriseras av finansiella svårigheter, hög hävstång och låg avkastning på eget kapital. Dessa riskfaktorer avspeglas i en högre avkastning (Fama and French 1992).

Forskning av Stickel (1998) diskuterar förklaringen bakom att analytiker inte rekommenderar investerare att köpa aktier i hög B/M kan bero på att dessa ofta underpresterar på individuell nivå, och att strategin först kan prestera på en portföljnivå (Stickel, 1998).

Hög B/M-företag klassificeras i kategorin värdeföretag. Ur en värderingsynpunkt påverkas dessa företag framförallt av analyser kring dess finansiella status, och till väldigt liten del av icke finansiell information. De upplever därför sällan en momentumdrivna värdering som tillväxtbolag erhåller. Företag som befinner sig i ett momentumdriv har en värdering som rör sig avsevärt i en viss riktning understödda av hög volym i handeln och stort intresse bland investerare. För värderingsföretagen blir istället den historiska informationen kring företagets finansiella redovisningar det viktigaste verktyget vid värdering (Piotroski 2000).

2.4.2 Småbolageffekten

Investeringsstrategier som påverkas av small firm effect, hädanefter småbolageffekten, har förklarats av bl.a Fama och French (2012) som den värdepremie småbolag har på aktiemarknaden. Definitionen av småbolag skiljer sig åt i tidigare forskning men Banz (1981) och Fama & French (1993) definierar dessa, på den amerikanska marknaden, som bolagen med ett lägre börsvärde relativt medianen på New York Stock Exchange. Viss forskning pekar på att aktier i småbolag överpresterar jämfört med stora bolag (Banz, 1981).

I tidigare forskning inom värdestrategi innebär denna anomali att småbolag i regel blivit överviktade i hög B/M-portföljer och andra portföljer som använder värdestrategi. Piotroski (2000) fann att graden av informationsasymmetri på marknaden är större vad gäller mindre bolag, "I find that the positive market-adjusted return earned by a generic high book-to-market strategy disappears in rapid information-dissemination environments" (Piotroski, 2000, S. 3). Piotroski pekar på att större bolag har ett stort antal analytiker som följer deras utveckling och större handelsvolym, vilket ökar marknads effektivitet (Piotroski, 2000). Vidare resonerar Piotroski att marknaden historiskt har varit långsam på att justera pris på mindre värdepapper när ny information är tillgänglig, vilket stöds av att F_score portföljen har skapat överavkastning under hela perioden. För undersökningen innebär detta att värdestrategier och fundamentalanalys teoretiskt är mest användbar i miljöer där informationsspridningen är långsammare, vilket teoretiskt leder till en övervikt av mindre bolag i de portföljer som denna strategi skapar.

Småbolag tenderar även att vara utsatta för en högre implicerad volatilitet. Implicerad volatilitet beskriver marknads uppfattning om dess framtida standardavvikelse förprissättningen. Kursrörelserna varierar alltså mer för små bolag än stora, vilket gör dem mer riskfyllda och lägre prissatta på marknaden (Berk & Demarzo, 2014)

3.0 Metod

Följande kapitel kommer redogöra författarnas tillvägagångssätt vid genomförandet av studien. Avsnittet förklarar hur datainsamlingen gått till, vilka variabler som har analyserats samt angreppspunkt för frågeställningarna. Ytterligare presenteras motiven bakom diverse beslut som tagits under arbetets gång. Slutligen hålls en metoddiskussion som granskar studiens tillvägagångssätt.

3.1 Vetenskaplig utgångspunkt

Studien utgick ifrån en kvantitativ ansats utan kvalitativa aspekter (Lundahl & Skärvad, 1999). Syftet bakom den kvantitativa ansatsen var att undersöka ifall det fanns ett samband mellan avkastning och de åtta variablerna (signalerna) som behandlas in studien.

Teori för hög B/M företag testades utifrån ett deduktivt tillvägagångssätt. Där existerande teori analyserades och användes som grund till formulering av hypoteser som testades på den insamlade data (Lundahl & Skärvad, 1999).

3.2 Urval

3.2.1 Marknad

Tidigare forskning inom hög B/M och värdebolag har fokuserat på den amerikanska (Banz, 1981; Fama & French, 1992; Piotroski, 2000), Australienska (Hyde, 2016), Indiska (Kaur & Singh, 2015), Sydafrikanska (Akinboade et al., 2016) och Sydostasiatiska marknaden (Hyde, 2014). Likvärdig forskning har inte utförts på den svenska börsmarknaden. Studien undersöker därför den svenska börsmarknaden med syfte att öka empiriska underlaget inom området. Samtliga företag som analyserats i studien är noterade på Nasdaq OMX Stockholms. Small-, Mid- och Large-cap, samt First North. Valet att exkludera exempelvis Aktietorget, vilken även rapporterat finansiell information till Datastream, beror på att denna inte varit aktiv under hela undersökningsperioden vilket begränsar förmågan att jämföra resultat (Aktietorget, 2017).

3.2.2 Tidsperiod

Tidsperioden 1996-2015 grundade sig i ett antal omständigheter. Piotroski prövade sin F_SCORE på den amerikanska marknaden mellan 1976 och 1996. Studien ämnar fortsätta där Piotroski slutade med syfte att undersöka eventuella förändringar. Ytterligare ansågs 1996 som ett bra startår med hänsyn till att desto längre bak i tiden undersökning sträcker sig desto mer minskar mängden finansiell information, vilken behövs för att ta fram de åtta variablerna. Slutåret 2015 valdes på grund av att studien avhandlar tvååriga avkastningar vilket kräver finansiell information två år framåt i tiden, sett från det undersökta året.

3.2.3 Urvalskriterier

Urvalskriterier för skapandet av portföljer för varje år, på ett och två års buy-and-hold strategi.

- Bolagets aktie var under de(t) undersökta året noterad på OMX Stockholm Large-, Mid-, Small-Cap eller First North.
- Bolagets aktie har ett B/M-värde för inestående år.
- Information angående aktiekurs finns för beräkning av avkastning
- Bolagets redovisar relevant information för beräkning av de oberoende variablerna.

3.3 Beroende variabler

3.3.1 Portföljavkastning

Samtliga avkastningsmått beräknades utifrån aktiekurs från första dagen i maj till aktiekurs ett respektive två år framåt beroende på investeringsstrategi. Portföljavkastningen grundade sig på den skapade F_SCORE portföljens individuella aktiers avkastning. Även denna mäts genom en ett- eller två-års buy-and-hold strategi. Vidare beräknades en marknadsavkastning för hela urvalet som sedan låg till grund för beräkning av marknadsjusterade portföljavkastningen. För varje år har en värdeviktad månadsavkastning tagits fram baserad på samtliga bolag som kunde påvisa en B/M kvot för inestående år.

3.3.3 Riskjusterad Avkastning genom FF3FM

Tillskillnad från Piotroski (2000), som antar ett beta på 1 för den skapade F_Score portföljen, undersöker denna studie även risk vad gäller avkastningsfördelningen med syfte att få en mer

detaljerad bild av förhållandet mellan F_Score och avkastning. Riskjustering utfördes genom tillämpning av både CAPM och FF3FM, vars respektive lämplighet utvärderats från dess resultat. Riskanalysen för denna studie täcker samtliga år 1996-2015. Estimeringar gjordes för fyra olika tidsperioder, fem år vardera. Anledningen till detta var att en längre tidsperiod medför en risk för att uppskattningen av betakoefficienterna blir felaktiga (Bartholdy & Peare, 2003).

För varje år skapades portföljer i maj innehållande alla företag på Stockholmsbörsen med tillgänglig data för B/M kvot och marknadsvärde. Portföljer som skapades för år 2000 består exempelvis av marknadsvärdet och B/M kvoten för maj 2000. Detta skiljer sig något från Fama och French (1993) egna metod då de hade baserat sina portföljer för detta år på B/M kvoten och marknadsvärdet från december 1999. Anledningen till denna avvikelse var att kunna jämföra data med övriga resultat i undersökningen.

Avkastning beräknades för varje företag från början av maj varje år till början av april nästkommande år, d.v.s. för år 2000 portfölj är avkastningen mätt från början av maj 2000 till början av april 2001. Return Index (RI) för Stockholmsbörsen användes som underlag för beräkning av avkastning. Även här skiljer sig studien från Fama och French (1993) då de beräknade avkastningen mellan Juli och Juni.

Nästa steg var att beräkna variablerna SMB och HML, vilket gjordes enligt följande process; varje år delades företagen i datauppsättningen in i två storlekskategorier, små (S) och stora företag (B). Gränsdragningen mellan dessa gjordes utifrån medianen för marknadsvärdet för samtliga bolag. Därefter sorterades företagen efter dess B/M kvot. I enlighet med metoden i Fama och French (1993), delades bolagen in i tre grupper, de 30% med lägst B/M (L), 40% i mitten (M), och 30% med högst (H).

Ur dessa sorteringar skapades sex portföljer årligen mellan 1996 och 2015 (S/L, S/M, S/H, B/L, B/M och B/H) vilka utgjorde grunden för framtagningen av SMB och HML.

SMB är beräknad på skillnaden i den månatliga medelavkastningen för de tre små portföljerna (S/L, S/M, S/H) och medelavkastningen för de tre stora portföljerna (B/L, B/M, B/H). HML skapades på liknande sätt men exkluderade de två mellan portföljerna (S/M, och B/M).

$$SMB = \frac{(R_{S/L} + R_{S/M} + R_{S/H})}{3} - \frac{(R_{B/L} + R_{B/M} + R_{B/H})}{3}$$

HML variabeln beräknades för varje månad som medelavkastningen för portföljerna med låg B/M kvot, minus medelavkastningen för de bolag med hög B/M kvot. Metoden som studien använde skiljer sig från Fama och French (1993) ursprungliga då de använder sig av en värdeviktad avkastning för portföljerna, medan denna uppsats använt en medelavkastning. Detta för att det passar bättre för studiens urval (källa).

$$HML = \frac{(R_{S/H} + R_{B/H})}{2} - \frac{(R_{S/L} + R_{B/L})}{2}$$

Variabeln för marknadsavkastning är baserad på den viktjusterade månadsavkastningen som beräknas utifrån studiens urval. För att beräkna variabeln krävs även en riskfri ränta.

Den riskfria räntan som använts i riskanalysen är uppskattad från Svenska riksbankens en-månads statsskuldväxlar. Dessa kan i princip räknas som riskfria pga dess korta mognadstid. I sin grundform är dessa beräknade på årsbasis och för att erhålla dessa på månadsbasis har vi räknat om den enligt följande formel.

$$rf = (1 + rf_y)^{\frac{1}{12}} - 1$$

Där rf är månadsbaserad ränta och rf_y årlig baserad ränta.

3.4 Oberoende variabler

Nedanstående variabler är baserade på tidigare forskning inom ämnet (Piotroski 2000).

Avsnittet ämnar presentera och förklara de oberoende variabelernas tillämpning för att besvara studiens problemformulering.

Utifrån variablerna tillreds portföljer som baseras på en poängsättning utifrån Piotroskis (2000) F_Score. Poängsättning fungerar på följande sätt: Respektive variabel tilldelas en signalstyrka om antingen positiv eller negativ. Därefter jämfördes den finansiella informationen med respektive signal. Tillfällen där en variabel med positiv signal uppvisade positivt (negativt) värde erhöll bolaget 1 (0) poäng. Följande process utfördes på samtliga bolags variabler. Poängen summerades sedan ihop för att erhålla en F_SCORE för respektive

bolag. Studien definierade bolag med en summerad F_score på 6-8 som hög, medan en F_score i intervallet 0-2 definierades som låg.

3.4.1 Return On Assets (ROA)

ROA är tänkt att mäta företags lönsamhet och dess förmåga att generera kapital (Berk & DeMarzo, 2014). Detta är av stor vikt då hög-B/M företag ofta kännetecknas av historiskt dålig vinstutveckling (Fama & French, 1992). ROA beräknas på följande vis (Piotroski, 2000):

$$\frac{\text{Net Income before extraordinary items}}{\text{Total Assets}}$$

ROA tilldelas värdet 1 (0) om det är positivt (negativt) (Piotroski, 2000).

3.4.2 ΔReturn on Assets (ΔROA)

ΔROA visar på förändringen av ROA jämfört med föregående år (Berk & DeMarzo, 2014). En positiv signal tyder på god framtidsutveckling (Piotroski, 2000). ΔROA beräknas på följande vis (Piotroski, 2000):

$$\frac{\text{Net Income before extraordinary items}_t}{\text{Total Assets}_t} - \frac{\text{Net Income before extraordinary items}_{t-1}}{\text{Total Assets}_{t-1}}$$

Vid positivt (negativt) Δ_ROA tilldelas 1 (0) poäng.

3.4.3 Cash Flow from Operations (CFO)

Variabeln används för att mäta ett företags förmåga att generera kapital utifrån den operativa verksamheten (Berk & DeMarzo, 2014). Det ska dock nämnas att signalen inte tar hänsyn till ett företags tillväxtstrategier (Palepu et al., 2007, p.221).

CFO beräknas på följande vis (Piotroski, 2000):

$$\frac{\text{Net Cash Flow: Operating Activities}}{\text{Total Assets}}$$

Datastream tillhandahåller samtliga poster som krävs för beräkning av CFO. Företagen tilldelas 1 (0) poäng vid positivt (negativt) värde.

3.4.4 Accrual

Accrual är en redovisningsbaserad signal som bygger på periodisering. Det innebär att utgifter kostnadsförs då den underliggande tillgången förbrukas, likasom att inkomster kategoriseras som intäkter under perioden de rätteligen intjänas, trots att kassaflödet i själva verket tillkommit under en annan period (Palepu et al., 2007). Accrual beräknas på följande vis:

$$\frac{(\text{Net Income before extraordinary items} - \text{Net Cash Flow: Operating Activities})}{\text{Total Assets}}$$

Sloan (1996) visade att resultat, drivna av framskjutna periodiseringar (när resultatet är större än kassaflödet), är en dålig signal vad gäller framtida avkastning. Fenomenet är särskilt intressant när det kommer till värdebolag, vilka generellt karaktäriseras av finansiell stress, då det finns incitament för bolag med hög finansiell stress att påverka resultat och nyckeltal för att stärka kreditvärdighet (Sweeney, 1994). Accrual tilldelas därför 1 (0) poäng vid negativt (positivt) värde.

3.4.5 Δ Turnover

Kapitalomsättningshastighet förklarar hur pass kapitalintensiv en verksamhet är (Berk & DeMarzo, 2014). Signalen beräknas på följande vis:

$$\frac{\text{Net Sales}_t}{\text{Average Total Assets}_t} - \frac{\text{Net Sales}_{t-1}}{\text{Average Total Assets}_{t-1}}$$

Piotroski (2000) hävdar att en ökning av kapitalomsättningshastigheten tyder på högre produktivitet, vilket kan förklaras av en högre effektivitet och/eller försäljning. Företaget som visar på en positiv (negativ) utveckling tilldelas därför 1 (0) poäng.

3.4.6 Δ Margin

Signalen har till avsikt att förklara en verksamhets effektivitet och möjliggöra en eventuell jämförelse med andra bolag (Ganguin et al., 2005). En ökning av vinstmarginalen relativt

föregående år kan tyda på reducerade lagerkostnader, minskade fabrikkostnader eller en prisökning på ett företags produkter (Berk & DeMarzo, 2014). Positiv utveckling tyder därför på goda framtidsutsikter och är intressant för hög-B/M företag som upplever finansiell stress. Δ Margin räknas ut på följande vis:

$$\frac{\text{Net Sales}_t - \text{Cost of Goods}_t}{\text{Net sales}_t} - \frac{\text{Net Sales}_{t-1} - \text{Cost of Goods}_{t-1}}{\text{Net Sales}_{t-1}}$$

Om Δ Margin har ökat jämfört föregående år ses det som en positiv (negativ) signal och därför tilldelas företaget 1 (0) poäng.

3.4.7 Δ Leverage

Variabelns syfte är att åskådliggöra effekterna på lönsamhet beroende på ett företags kapitalstruktur. Tillförsel av främmande kapital leder till en högre skuldsättningsgrad vilket möjliggör ökad avkastning på totalt kapital om verksamheten genererar högre avkastning än låneräntan. Främmande kapital medför dock skyldigheter i form av räntebetalningar och amortering vilket betingar högre risk och eventuell finansiell stress (Palepu et al., 2007). Δ Lever beräknas genom följande formel:

$$\frac{\text{Long-Term Debt}_t}{\text{Average Total Assets}_t} - \frac{\text{Long-Term Debt}_{t-1}}{\text{Average Total Assets}_{t-1}}$$

Visar den på en positiv utveckling jämfört med föregående år ses det som en negativ signal, detta på grund av den ökade risken som medförts vid tillförsel av främmande kapital (Myers and Majluf 1984; Miller and Rock 1985). I studien ses därför en ökning av skuldsättning som en negativ signal angående framtida överlevnad och därmed avkastning på grund av värdebolagens tendens att befinna sig i finansiell stress (Penman, 1991). Företag med positiv (negativ) Δ Lever tilldelas således 0 (1) poäng.

3.4.8 Equity Offer (EQ_OFFER)

Eq_offers syfte är att redogöra vare sig företagen utfärdat aktieemission under årets gång. Signalen beräknas på följande vis:

$$Outstading\ Shares_t - Outstading\ Shares_{t-1}$$

Forskning tyder på att aktieemissioner leder till försämrad prestation och därför signalerar till en negativ utveckling (Myers and Majluf 1984; Miller and Rock 1985). Om Eq_offer påvisar positivt (negativt) värde tilldelas bolaget 0 (1) poäng.

3.5 Datainsamling och databearbetning

Datansamlingsprocessen gjordes i enlighet med avsnitt "3.2.3 Urvalskriterier", där det första steget var att samla in all finansiell information som behövs för att besvara studiens syfte. Det här gjordes för samtliga bolag noterade på Stockholmsbörsen under den undersökta tidsperioden. Informationen innefattade B/M-värde, marknadsvärde, avkastning och underlag för beräkning av de åtta signalerna gällande samtliga noterade bolag.

Nästkommande steg innefattar gallringar av samtliga företag på Stockholmsbörsen. Bolag som saknade nödvändig finansiell information för beräkning av B/M-kvot för det inestående året plockades bort. Vidare analys av bortfall i urvalet görs i avsnitt "3.9 Bortfallsanalys". Utifrån detta urval gjordes en storleksindelning baserat på respektive bolags börsvärde. Företagen delades in i tredjedelar där företagen med högst börsvärde kategoriserades som stora, mellersta tredjedelen som mellan och lägst som små. Indelning utfördes i syfte att kunna urskilja eventuella skillnader i avkastning beroende på bolagens storlek.

Därefter uteslöts bolag som inte hade tillräcklig information angående aktiekurs för beräkning av avkastning under inestående år. Nästa steg var att identifiera bolagen som hade tillräcklig finansiell information för att beräkna samtliga oberoende variabler. Där bolag som inte kunde framlägga tillräcklig information uteslöts från urvalet.

Till sist delades de resterande företagen in i kvintiler utifrån dess B/M värde. Där företag med högst B/M sorterades i den översta kvintilen, vilket motsvarar urvalet som undersöks i studien. Det slutgiltiga urvalet var 810 observationer.

När insamlingen av data färdigställdes genomfördes korrelation- och regressionsanalyser, tillämpning av FF3FM och analys av avkastningsfördelningen beroende på F_score. Samtliga tester utfördes i antingen Excel eller SPSS.

För att säkerställa att data som ligger till grund för tester och analyser inte har blivit flyttad eller felaktigt återgiven i Datastream har stickprover utförts i urvalet. Individuella bolags årsredovisning har använts för att kontrollera om data är korrekt. Bortsett från skillnader i avrundning av decimaler har inga fel upptäckts i urvalet.

3.6 Portföljformatering F_score

Portföljformateringen utfördes efter databearbetningens slutförande. Företag poängsattes utifrån den metod som beskrivs i avsnitt "3.4 Oberoende Variabler". För att undersöka eventuella skillnader i avkastning beroende på F_Score analyserades medelavkastningen för bolagen i respektive F_Score-intervall.

Vidare skapades en portfölj som undersökte hög och låg F_Score-företag. Hög respektive låg F_Score definierades genom ett summerat F_score på 7-8 respektive 0-2. Syftet var att undersöka möjligheten till överavkastning med en portföljstrategi som bygger på köp av aktier med hög F_Score och blankning av aktier som tilldelats låg F_Score.

Studien ämnar även undersöka storlekseffekten genom att kategorisera in respektive F_Score företag i litet, mellan respektive stort företag. Där uppdelningen sker i tredjedelar beroende på marknadsvärde.

3.7 Statistiska prövningar

För att undersöka studiens syfte utfördes en mängd tester. Först genomfördes en deskriptiv analys av urvalet för att få en inblick av de finansiella egenskaperna hos urvalet. Vidare gjordes ett Spearman korrelationstest mellan de beroende och oberoende variablerna, detta för att kunna observera och analysera korrelationen mellan respektive variabel (Körner, 2006).

Nästa test gick ut på att undersöka avkastningsfördelningen för respektive F_Score. Testet utfördes genom att testa genomsnittsavkastningen för samtliga F_Scores och investeringsstrategi på ett och två års sikt. Test av avkastningsfördelning utförs genom T-test

där genomsnitt för de olika populationerna (olika F_scores) jämförs mot nollhypotesen att ingen skillnad finns i genomsnittsavkastningen för olika F_Scores.

Hypotes för F_score portföljer, hela urvalet:

$$H_0: \mu_1 - \mu_2 = 0$$

$$H_1: \mu_1 - \mu_2 \neq 0$$

Studien testade även om det fanns en skillnad i genomsnittsavkastning för olika F_Scores efter uppdelning i tre storlekskategorier i börsvärde. Testet är uppbyggt på samma sätt som ovanstående test där T-test användes för att se om det gick att bevisa någon skillnad i avkastning för portföljer som innehåller bolag i olika storlekskategorier. Hypotes för storleksindelade portföljer:

$$H_0: \mu_1 - \mu_2 = 0$$

$$H_1: \mu_1 - \mu_2 \neq 0$$

En multipel linjär regressionsanalys utfördes med avsikt att beräkna den riskjusterade avkastningen. Regressionen grundade sig i CAPM och FF3FM, där MRKT- r_f , SMB och HML verkade som förklarande variabler i testet. Studien undersökte även om multikolinjäritet fanns för variablerna. Multikollinariet innebär att minst två av de oberoende variablerna är starkt korrelerade med varandra (Brooks, 2014). Förekomsten av detta kan leda till skevhet i resultatet (Gujarat & Porter 2009). Det här testades genom en korrelationsmatris samt ett Variance Inflation Factor-test (VIF-test). Brooks (2014) ansåg att korrelationer över +/- 0,8 som hög och det kritiska gränsvärdet för VIF-test är 8.

De portföljer som testades i riskanalysen var dels en hög F-score portfölj som innehåller alla företag varje år med en F-score på 7-8. En portfölj baserad på Den högsta B/M kvintilen varje år har också testats. Denna portfölj sågs som en referensportfölj för att kunna styrka validiteten i regressionen, och som jämförelse mot F-score 7-8 portföljen.

3.8 Metoddiskussion

3.8.1 Övergripande metodkritik

Studiens datainsamling har enbart hämtats från datakällan Datastream, vilket medför möjligheten till jämförelse mellan respektive bolags signaler och avkastningar. Dock har det även inneburit en begränsning i datainsamling, i det avseende att bolag som inte har rapporterat information i Datastreams databas faller offer för studiens urvalskriterier.

Ytterligare kan avkastningsmåten i viss mån ifrågasättas. Till skillnad från tidigare studier (Piotroski, 2000; Hyde, 2016; Baur & Singh, 2015) bygger studiens marknadsavkastning på studiens datainsamling. Var varje år har vi gjort en värdeviktad marknadsavkastning som baserats på samtliga bolag som påvisade B/M-kvot från Datastream var år. Detta för att få en så precis marknadsjusterad avkastning som möjligt för studiens urval.

3.8.2 Reliabilitet

Bryman och Bell (2011) definierar reliabilitet som reproducerbarhet, det vill säga att studien skall kunna uppvisa samma resultat vid framtida försök under samma förhållanden. Under studiens gång har det skett en genomgående förklaring av begrepp och tillvägagångssätt, vilket möjliggör en reproducerbarhet under samma förhållanden. I bilagorna är studiens datauppsättning bifogad för att underlätta kontroll. På grund av att studien grundar sig i en kvantitativ ansats minskar risken för personlig tolkning. Studiens replikerbarhet stärks av ett tydligt förklarar tillvägagångssätt, metod och urvalskriterium.

3.8.3 Validitet

Lundahl och Skärvad (1999) beskriver validitet som avsaknaden av systematiska fel. Vidare delar de upp validitet i två delar, yttre och inre validitet. Den förstnämnda grundar sig i om resultatet av en studie kan generaliseras i ett större sammanhang, bortom undersökningens ram. Studien granskar noterade bolag på Stockholmsbörsen som utifrån dess B/M värde och F_Score kategoriserats in i olika portföljer. Tillvägagångssättet grundar sig i tidigare forskning och teori. Den inre validiteten förklarar om undersökning mäter det den var ämnad att mäta och undvikandet av eventuella mätfel. Studiens begränsning vad gäller yttre validitet är att bokföringsmetoder inte är helt normaliserade över alla länders lagstiftning. Vid

jämförelse i analys på marknader med skillnader i bokföringsnormer och lagar krävs det en genomgång av hur dessa skillnader kan påverka resultat och analys. Till skillnad från tidigare forskning (Piotroski, 2000) har studien valt exkludera en av de nio ursprungliga signalerna. Variabeln som uteslutits är F_Liquid vilken i tidigare forskning är utvald för att mäta bolagets förmåga att betala sina skulder på kort sikt. Studien fann att likviditet i bank-, fastighets- och investmentbolagsektorn mäts på ett annat sätt än övriga företag på börsen, vilket ledde till att den finansiella information som behövdes för att beräkna F_Liquid inte fanns tillgänglig för dessa branscher. För bankbranchen mäts likviditeten enligt standards från Basel III (Bank for International Settlements, 2010), investmentbolags likviditet mäts utifrån deras förmåga att kunna sälja av portföljtillgångar snabbt (Securities and Exchange Commission, 2016) och Fastighetsbolags likviditet mäts utefter dess fastigheters kapacitet att snabbt säljas (Brounen & Marcato, 2017). Möjligheten att bedöma dessa branscher utifrån dess rätta likviditetsmått bedömdes som ej genomförbart, då det hade krävts en granskning för enskilda bolags redovisningar på årsbasis. Ovanstående fenomen hade påverkat urvalet i den mån att urvalet hade exkluderat en övergripande andel av de tre sektorerna, vilket begränsar studiens förmåga att dra slutsatser om generella förhållanden på den observerade marknaden. Med hänsyn till att metoden kan styrkas av tidigare forskning och studier, anses tillvägagångssättet vara korrekt utformat.

3.8.4 Bortfallsanalys

- 1.- Bolagets aktie var under de(t) undersökta året noterad på OMX Stockholm Large-, Mid-, Small-Cap eller First North.
- 2.- Bolagets aktie har ett B/M-värde för inestående år.
- 3.- Tillräcklig information angående aktiekurs finns för beräkning av avkastning
- 4.- Bolagets redovisar relevant information för beräkning av de oberoende variablerna.

Som tidigare nämnts i avsnitt ”3.5 Datainsamling” innebar studien en stor gallring gällande datainsamling och databearbetning. Bortfallen följer urvalskriterierna som stadgats i studien. Eftersom studiens metod kräver specifik finansiell information från samtliga bolag noterade på Stockholmsbörsen, gjordes en analys av de bortplockade företagen med syfte att öka

förståelsen kring de bakomliggande orsakerna till bortfallen. En anledning för bortfall är relaterad till punkt två i urvalskriterierna; att bolagets aktie blivit avnoterad antingen via privat ägande eller uteslutning från börsen på grund av finansiella svårigheter eller regelbrott. Det tredje urvalskriteriet hänger ihop med ovanstående händelseförlopp, i det fall att bolagets aktie inte längre är noterad, eller att bolaget flyttat från aktielista i annat land under perioden som undersöks. Studiens fjärde urvalskriterie påverkar studiens urval främst i egenskap av i de fall Datastream saknar relevant finansiell information för Stockholmsbörsen i början av undersökningsperioden.

Studios fjärde urvalskriterie påverkar studiens urval främst i egenskap av i de fall Datastream förmåga att förse med finansiell information. Antal företag med tillgänglig information ökar progressivt från undersökningens startpunkt, vilket gör att datasetet blir bredare för senare år i undersökningen.

4.0 Resultat

Följande kapitel presenterar resultaten från de tester som genomförts i syfte att besvara studiens frågeställningar. Vidare redogörs en generell sammanfattning av all insamlad data, med ändamålet att ge läsaren en översiktlig bild av urvalet som undersökts.

4.1 Deskriptiv statistik om hög B/M företag

Variabel	Medelvärde	Median	Std.Av.	Andel positiv signal
MV	6073,571	635,120	15225,363	n/a
BM	2,211	1,425	2,256	n/a
ROA	-0,006	0,021	0,131	0,656
ΔROA	0,020	0,001	0,315	0,510
CFO	0,028	0,031	0,104	0,754
ACCRUAL	-0,022	-0,021	0,132	0,643
ΔTURN	-0,002	-0,001	0,230	0,486
ΔMARGIN	0,022	0,008	2,269	0,490
ΔLEVER	-0,007	-0,001	0,110	0,622

Tabell 1: Finansiella karaktärsdrag hos företag med hög B/M

Tabell 1 ger en inblick i de finansiella egenskaperna hos hög B/M företag. Tabell 1 visar att medelvärdet (medianen) i B/M-kvot av alla hög B/M företag är 2,211 (1,425) miljoner kronor och att medelvärdet (medianen) av börsvärdet är 6073,571 (635,120) miljoner kronor. I tabellen över alla hög B/M företag utläses att medelvärdet (medianen) för ROA är -0,006 (-0,021). Sammantaget med att det genomsnittliga hög B/M företaget har en svag ΔROA (0,020), pekar detta på att resultaten är i linje med bevis i Fama och French (1995), som visade att hög B/M företag underpresterar marknaden vad gäller lönsamhet. Ytterligare bevis för detta är signalen ΔMARGIN som visar ett medelvärde (median) på 0,022 (0,008), vilket antyder att lönsamheten hos hög B/M företag i snitt är låg.

4.2 Spearmans korrelation

	ROA	ΔROA	CFO	ACCRUAL	ΔTURN	ΔMARGIN	ΔLEVER	EQ_OFF	F_SCORE
RAW_RET1YR	0,312* *	0,044	0,174* *	-0,135**	0,017	0,218**	0,090	0,041	0,241**
RAW_RET2YR	0,263* *	0,048	0,180* *	-0,085**	0,076*	0,149**	0,107*	0,073*	0,252**
MA_RET1YR	0,318* *	-0,021	0,183* *	-0,161**	0,025	0,191**	0,065	0,058	0,203**
MA_RET2YR	0,316* *	0,045	0,219* *	-0,132**	0,071*	0,160**	0,098	0,081	0,263**
ROA	1	0,057	0,419* *	-0,366**	-0,040	0,294**	0,037	0,116**	0,463**
ΔROA	-	1	-0,004	-0,036	0,020	0,152**	0,021	-0,052	0,380**
CFO	-	-	1	0,132**	0,003	0,016	0,036	0,180**	0,523**
ACCRUAL	-	-	-	1	0,099	-0,240**	-0,015	0,016	0,168**
ΔTURN	-	-	-	-	1	0,096	-0,005	-0,009	0,373**
ΔMARGIN	-	-	-	-	-	1	0,061	0,020	0,456**
ΔLEVER	-	-	-	-	-	-	1	0,038	0,371**
EQ_OFF	-	-	-	-	-	-	-	1	0,402**

Tabell 2: Spearman-korrelationer mellan samtliga avkastningsmått i hög B/M portföljer och de åtta oberoende variablerna.

Kommentar: De åtta individuella variablerna i tabellen representerar signaler på binär skala, den underliggande prestationen i varje signal är 1 (0) om signalen är definierad som bra (dålig) för företagets framtida prestation. Alla underliggande värden för variablerna är definierade på det sätt som beskrivs i tabell 1a. Urvalet består av 810 hög B/M observationer mellan 1996 och 2015.

Tabell 2 är ett spearmantest för de åtta fundamentalsignalerna och avkastningen för ett och två års Buy-and-Hold portföljer. I enlighet med tidigare forskning visar F_Score en signifikant positiv korrelation med avkastning på både ett och två års sikt 0,203 respektive 0,263 (Piotroski, 2000; Hyde, 2016). Vidare visar testet på två förklarande signaler för överavkastning på ett (två) års sikt i ROA och CFO med korrelationer på 0,318 (0,316) respektive 0,183 (0,219). Till skillnad från Piotroski (2000) och Hyde (2016) har signalen Accrual en signifikant negativ korrelation med avkastning på både ett- och tvåårs sikt (-0,161 respektive -0,132) på Stockholmsbörsen över hela tidsperioden.

4.3 Avkastningstest, jämförelse hög- och låg F_Score företag

MA_RETIV R	Media						%Positi v signal	n
	Medel	10%	25%	n	75%	90%		
Alla Bolag	0,105	-0,507	-0,215	0,033	0,289	0,699	0,546	810
F_SCORE								
0	-	-	-	-	-	-	-	-
1	-0,328	-0,800	-0,626	-0,334	-0,144	0,115	0,125	8
2	0,029	-0,676	-0,381	-0,002	0,306	0,687	0,487	39
3	-0,033	-0,608	-0,311	-0,039	0,143	0,398	0,439	107
4	0,024	-0,614	-0,346	-0,001	0,206	0,583	0,494	170
5	0,117	-0,457	-0,158	0,062	0,332	0,724	0,587	206
6	0,190	-0,320	-0,120	0,104	0,338	0,711	0,604	154
7	0,211	-0,296	-0,145	0,151	0,404	0,928	0,577	97
8	0,405	-0,208	-0,016	0,204	0,452	1,010	0,724	29
Låg F_SCORE	-0,032	-0,757	-0,454	-0,070	0,227	0,645	0,132	47
Hög F_SCORE	0,256	-0,285	-0,140	0,162	0,436	0,943	0,268	126
Hög-Alla	0,151	0,222	0,076	0,128	0,146	0,244	-	-
t-värde	2,550	-	-	-	-	-	-	-
p-värde	0,012	-	-	-	-	-	-	-
Hög-Låg	0,288	0,472	0,314	0,232	0,208	0,299	-	-
t-värde	2,745	-	-	-	-	-	-	-
p-värde	0,007	-	-	-	-	-	-	-

Tabell 3a: "Köp-och-behåll" avkastningsfördelning på ett års sikt för olika F_score.

I tabell 3a visas den marknadsjusterade avkastningen för olika F_Score och percentiler. En mycket stor andel av observationerna, 78,6%, befinner sig i intervallet tre till sex F_Score, vilket betyder på att dessa företag har både positiva och negativa signaler vad gäller framtida prestation i form av F_Score. Av alla företag i hög B/M portföljen tilldelas totalt 126 företag-år observation i hög F_Score kategorin medan 47 tillfaller låg F_Score kategorin. Dessa extremvärdes-portföljer kommer användas för att undersöka om det går att skapa överavkastning på Stockholmsbörsen genom F_Score.

Ur tabell 3a utläses en markant skillnad vad gäller avkastning mellan låg och hög F_Score,

-3,2% respektive 25,6%. Genomsnittsskillnaden i avkastning mellan de två portföljerna är 28,8%.

En andra jämförelse som går att göra utifrån tabell 3a är avkastningen för alla hög B/M företag i urvalet och hög F_Score portföljens avkastning. Hela hög B/M portföljen avkastar i genomsnitt 15,1% medan hög F_Score portföljen ger en genomsnittlig avkastning på 25,6% vilket innebär en skillnad i avkastning på 10,5%.

MA_RET2YR	Medel	10%	25%	Median	75%	90%	%Positiv	n
Alla Bolag	0,210	-0,726	-0,349	0,069	0,475	1,255	0,543	810
F_Score								
0	-	-	-	-	-	-	-	-
1	-0,641	-1,150	-0,952	-0,693	-0,206	-0,062	0,000	8
2	0,200	-0,985	-0,621	-0,057	0,554	1,197	0,487	39
3	-0,144	-0,891	-0,592	-0,191	0,087	0,584	0,299	107
4	0,139	-0,889	-0,481	-0,020	0,381	1,202	0,494	170
5	0,194	-0,564	-0,213	0,145	0,467	1,043	0,597	206
6	0,373	-0,518	-0,168	0,156	0,607	1,515	0,630	154
7	0,436	-0,613	-0,239	0,245	0,659	1,812	0,649	97
8	0,676	-0,231	0,109	0,520	1,181	1,922	0,759	29
Låg F_Score	0,057	-0,998	-0,745	-0,254	0,397	1,090	0,125	152
Hög F_Score	0,491	-0,528	-0,102	0,277	0,770	1,872	0,296	287
Hög-Alla	0,281	0,304	0,402	0,387	0,456	0,959	-	-
t-värde	0,514	-	-	-	-	-	-	-
p-värde	0,608	-	-	-	-	-	-	-
Hög-Låg	0,435	0,470	0,643	0,531	0,374	0,782	-	-
t-värde	2,158	-	-	-	-	-	-	-
p-värde	0,035	-	-	-	-	-	-	-

Tabell 3b: "Buy-and-Hold" avkastningsfördelning på två års sikt för olika F_Score.

Tabell 3b visar den marknadsjusterade avkastningsfördelningen i hög B/M kvintilen för hela perioden, uppdelad på olika F_Score. Den två-åriga investeringsstrategin visar på liknande fördelning som över ett års sikt. Låg F_Score presterar relativt svagt, 5,7 årligen, medan hög F_Score genererar en årlig avkastning på 49,1 %. De bolag med F_Score ett och tre visar negativa värden, -64,1% respektive -14,4% vad gäller avkastning över två års perioden. Bolag med F_Score två avviker från mönstret för både ett och två års sikt, med positiv marknadsjusterad avkastning på 20 %, detta resultat diskuteras vidare i avsnitt 5.3.

4.4 Storleksindelade urval, avkastningstest

MA_RET1YR	Småbolag			Medelstora bolag			Stora bolag		
	Medelvärde	Median	n	Medelvärde	Median	n	Medelvärde	Median	n
	0,1531367	-0,0200745	257	0,0470653	0,0117573	294	0,123061782	0,09926	255
F_SCORE									
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1	-0,075	-0,172	5	-0,749	-0,754	3	-	-	-
2	0,164	-0,034	20	-0,267	-0,096	10	0,097	0,048	8
3	-0,067	-0,142	43	-0,034	0,015	36	0,027	-0,030	25
4	0,097	-0,100	52	-0,113	-0,172	64	0,091	0,071	53
5	0,141	0,014	60	0,137	0,071	76	0,094	0,081	71
6	0,378	0,104	39	0,126	0,020	58	0,128	0,130	57
7	0,205	0,013	28	0,251	0,181	37	0,171	0,194	32
8	0,529	0,293	10	0,078	0,082	10	0,629	0,205	9
Låg F_score	0,116			-0,370			0,097		
Hög F_score	0,290			0,214			0,271		
Hög-alla	0,137			0,167			0,148		
t-värde	1,095			2,024			1,68		
p-värde	0,278			0,047*			0,096		
Hög-Låg	0,1737			0,5847			0,1744		
t-värde	0,967			4,238			1,044		
p-värde	0,337			0,000**			0,311		

Tabell 4. "Buy-and-Hold strategi för storleksindelade bolag och F_Score"

I tabell fem redovisas resultaten för bolag i de olika F_Score intervallen. Avkastningen för F_Score portföljen är störst i medelstora bolag, 58,5 %, vilket också är den enda storleksindelning där skillnaden i avkastningen för olika F_Score är signifikant. På grund av det mindre antal bolag som ingår i det låga F_Score intervallet, 0-2, kan studien inte säkerställa en skillnad i avkastning för olika F_Score för småbolag och stora bolag.

4.5 Deskriptiv statistik av riskvariabler

1996-2015	<i>MRKT-RF</i>	<i>HML</i>	<i>SMB</i>
Medelvärde	0,0097	0,0079	0,0018
Antal	240	240	240
Konfidensintervall (95%)	0,0083	0,0072	0,0059
1996-2000	<i>MRKT-RF</i>	<i>HML</i>	<i>SMB</i>
Medelvärde	0,0185	-0,0005	-0,0021
Antal	60	60	60
Konfidensintervall (95%)	0,0208	0,0223	0,0113
2001-2005	<i>MRKT-RF</i>	<i>HML</i>	<i>SMB</i>
Medelvärde	0,0068	0,0210	0,0087
Antal	60	60	60
Konfidensintervall (95%)	0,0179	0,0148	0,0162
2006-2010	<i>MRKT-RF</i>	<i>HML</i>	<i>SMB</i>
Medelvärde	0,0056	0,0094	-0,0027
Antal	60	60	60
Konfidensintervall (95%)	0,0169	0,0083	0,0104
2011-2015	<i>MRKT-RF</i>	<i>HML</i>	<i>SMB</i>
Medelvärde	0,0079	0,0019	0,0032
Antal	60	60	60
Konfidensintervall (95%)	0,0108	0,0071	0,0083

Tabell 5: Antalet observationer och medelvärde för de förklarande variablerna i regressionen

Riskanalysen baseras på tre förklarande variabler, marknaden minus riskfri ränta, samt Fama och Frenchs två variabler, HML och SMB. Dessa är beräknade på månadsbasis och på 240 tillfällen för varje variabel mellan 1996 och 2015. Ett positivt tal tyder på att variabeln genererar en avkastningspremie.

Värt att notera från tabell 1 är att MRKT-RF har den största premien av de tre variablerna följt av HML, sett över hela analysperioden (1996-2015). Detta betyder att företag med en hög B/M kvot (HML) presterat bättre avkastning än tillväxtföretag. Under denna period har även SMB har ett positivt värde, vilket tyder på att små företag presterat bättre avkastning än stora företag. Dessa observationer är helt i linje med vad Fama och French (1993) själva kom fram till.

Dock så varierar dessa variablers värden över våra tidsperioder. Mellan 1996 och 2000 ger stora företag en bättre avkastning än små. Detsamma gäller för företag med låg B/M kvot. Perioden 2006-2010 presterar även där stora företag bättre avkastning än små.

I övriga perioder styrks Fama och Frenchs (1993) teori om att en hög B/M kvot (HML) och små företag (SMB), presterar en bättre avkastning än låg B/M kvot (HML) och stora företag (SMB).

1996-2000									
CAPM				Fama-French					
	α	β Mrkt-Rf	R^2 (Justerad)	α	β Mrkt-Rf	β HML	β SMB	R^2 (Justerad)	
F-SCORE 7-8	0,0030	0,2380	0,0634	0,0005	0,4456	0,4233	0,4914	0,1895	
p-värde	0,7307	0,0293 *		0,9559	0,0003***	0,0016**	0,0369*		
Hög B/M kvintil	0,0075	0,3804	0,3328	0,0055	0,5666	0,3687	0,5769	0,5367	
p-värde	0,1878	8E-07***		0,2489	2E-11***	6E-06***	0,00006***		
2001-2005									
CAPM				Fama-French					
	α	β Mrkt-Rf	R^2 (Justerad)	α	β Mrkt-Rf	β HML	β SMB	R^2 (Justerad)	
F-SCORE 7-8	0,0341	0,4236	0,3357	0,0262	0,4822	0,2278	0,3114	0,3810	
p-värde	2E-08***	7E-07***		0,0003***	2E-06***	0,162956	0,0201*		
Hög B/M kvintil	0,0208	0,5943	0,6687	0,0131	0,6408	0,2076	0,3542	0,7569	
p-värde	6E-07***	9E-16***		0,004**	7E-16***	0,0458*	0,00006***		
2006-2010									
CAPM				Fama-French					
	α	β Mrkt-Rf	R^2 (Justerad)	α	β Mrkt-Rf	β HML	β SMB	R^2 (Justerad)	
F-SCORE 7-8	0,0105	0,7818	0,4223	0,0119	0,8871	-0,1189	0,3256	0,4314	
p-värde	2E-08***	7E-07***		0,1376	1E-08***	0,6547	0,1311		
Hög B/M kvintil	0,0071	1,0226	0,7598	0,0045	1,0574	0,3759	0,4396	0,8074	
p-värde	0,1503	7E-20***		0,3203	1E-19***	0,0161*	0,0006***		
2011-2015									
CAPM				Fama-French					
	α	β Mrkt-Rf	R^2 (Justerad)	α	β Mrkt-Rf	β HML	β SMB	R^2 (Justerad)	
F-SCORE 7-8	0,0111	0,8451	0,2182	0,0065	0,9961	0,5524	0,7428	0,2996	
p-värde	0,19766	0,00009***		0,4320	6E-06***	0,073	0,008**		
Hög B/M kvintil	0,0156	1,0166	0,1252	0,0022	1,3857	2,3439	1,8877	0,5381	
p-värde	0,2678	0,0032**		0,8279	8E-07***	7E-08***	7E-07***		

Tabell 6: Regressionsanalys för CAPM respektive FF3FM

En regressionsanalys har gjorts för hög F_Score portföljen och hög B/M-kvintilportföljen. De senare används som referensportfölj, dels för att testa relevansen för testet och även som referenspunkt vad gäller risk och avkastning.

Regressionens intercept förklarar portföljens överavkastning (alfa), och dess signifikans mäts med ett p-värde. Analysens betavärden skiljer sig för modellerna. CAPM använder sig av endast en förklarande variabel, marknaden minus riskfri ränta. FF3FM använder sig av ytterligare två betavärden, HML och SMB. Dessa variabelers signifikans förklaras också med ett p-värde.

Modellernas förklaringsgrad mäts i justerad R2. Detta för att CAPM och FF3F använder sig av olika antal förklarande variabler. Värdet av en ojusterad R2 ökar alltid då fler variabler läggs till vilket gör den olämplig vid denna jämförelse. En justerad R2 tar förlusten av frihetsgrader relaterade till tillägg av extra variabler i åtanke, vilket betyder att dess förklaringsgrad inte påverkas av antalet variabler i testet (referens).

Referensportföljen (Hög B/M kvintil) visar på en förklaringsgrad mellan 53,6% och 80,7% för FF3FM och för hög F-score portföljen hamnar förklaringsgraden mellan 19-43,1%. CAPM-modellen ger en förklaringsgraden mellan 12,5-76 % för referensportföljen (hög B/M kvintil) och 6,3 % till 42,2 % för hög f-score portföljen.

4.6 Multikolinjäritet – FF3FM

1996-2000				Collinearity Statistics	
MRKT-RF	HML	SMB		Tolerance	VIF
MRKT-RF	1			,713	1,402
HML	-0,4184	1		,516	1,938
SMB	-0,0667	-0,51919	1	,625	1,601
2001-2005				Tolerance	VIF
MRKT-RF	1			,654	1,528
HML	-0,47297	1		,302	3,313
SMB	0,108245	-0,73404	1	,383	2,609
2006-2010				Tolerance	VIF
MRKT-RF	1			,779	1,283
HML	0,406319	1		,811	1,232
SMB	-0,408	-0,32833	1	,792	1,262
2011-2015				Tolerance	VIF
MRKT-RF	1			,923	1,084
HML	0,023664	1		,882	1,134
SMB	-0,27914	-0,28093	1	,821	1,218

Tabell 7: Multikolinjäritetstest – Korrelationsmatris samt VIF-test

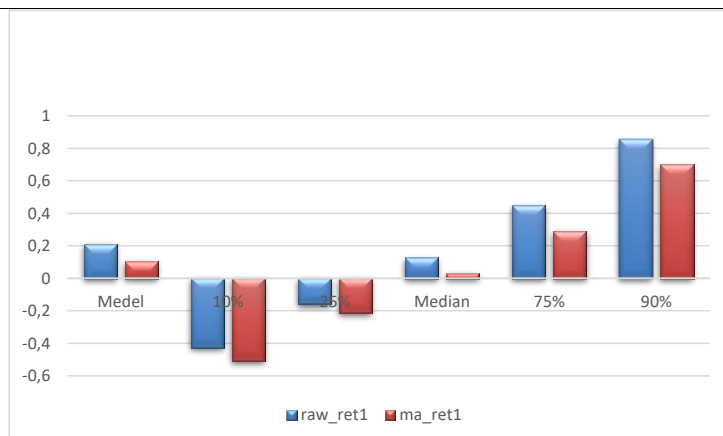
Multikolinjäritet är en faktor som skulle kunna påverka resultaten för regressionen. Om de oberoende variablerna har hög korrelation med varandra, kan små förändringar i data leda till oberäkneliga förändringar i koefficient estimeringarna. Testerna visar att korrelationerna

mellan de oberoende variablerna inte överstiger 0,5 och VIF värdena är under 4. Detta tyder på att de oberoende variablerna inte är utsatta för multikolinjäritet. (Gujarat & Porter 2009).

5.0 Analys

Analysen av resultat som tidigare presenterats kommer till en början avgränsas till problemformuleringens omfång. För att testa F_Score modellen förmåga att välja ut aktier som överavkastar från Stockholmsbörsen, har studien analyserat den data som samlats in. Avsnittet kommer även innefatta en analys av underliggande faktorer som kan skapa irregulariteter i resultat vid jämförelse med F_Score modellens applicering på andra aktiemarknader. I stort fokus bland de underliggande faktorerna är riskjustering via FF3FM och storlekseffekt.

5.1 Finansiella egenskaper och avkastning hos hög B/M företag.



Figur 1. Ett års Buy-and-Hold avkastning genom investering i alla hög B/M bolag

Figur 1 visar fördelningen av ett års Buy-and-Hold avkastning för olika percentiler i hela urvalet av hög B/M bolag. Till skillnad från tidigare forskning inom området av Piotroski (2000) och Fama och French (1995), visar studiens urval positivt medelvärde och median för både ROA, Δ ROA och Δ Margin, vilket står i kontrast med bevis som pekat på hög B/M företag som underpresterande vad gäller effektivitet. Det är svårt att dra slutsatser kring generella samband mellan hög B/M bolag och lönsamhet på Stockholmsbörsen i det här skedet, men resultatet tyder på att värdebolag på Stockholmsbörsen under tidsperioden inte innehar samma egenskaper som dess amerikanska motsvarighet.

5.2 Korrelationsanalys

Utifrån spearmanstestet i tabell 2 kan vi utläsa ett par intressanta förhållanden mellan de olika avkastningsmått och de oberoende variablerna. I likhet med tidigare forskning om F_Score (Hyde, 2013; Hyde 2016; Kaur & Singh, 2015; Piotroski 2000) påvisar den marknadsjusterade avkastningen starkast korrelation med ROA och CFO av de oberoende variablerna. Koefficienterna i studien är generellt högre vad gäller de signaler som behandlar lönsamhet. ROA är den signal som visar högst korrelation med avkastning, 0,321, vilket kan jämföras med resultaten i Piotroski (2000), då roa hade en korrelationskoefficient på 0,086. Ett liknande mönster hittas i variabeln CFO, där studien finner en korrelationskoefficient på 0,185 vilket kan jämföras med 0,096 för den amerikanska marknaden (Piotroski 2000). Relationen mellan ojusterad och justerad avkastning och F_Score ger en bra överblick vad gäller förmågan att analysera historiska finansiella data för att skapa överavkastning. I tabell 2 kan det utläsas att korrelationen mellan F_Score och den ojusterade respektive justerade avkastningen på ett år är 0,225 respektive 0,199. I enlighet med en semi-effektiv kapitalmarknad är den två-åriga avkastningen relativt svagt korrelerad med F_Score jämfört på ett års sikt, vilket pekar på att F_Score portföljen förlorar effektivitet vad gäller förmågan att skapa överavkastning som en funktion av tid från köpdatum. Ovanstående fynd är i enlighet med teorin om en semi-stark effektivitet på kapitalmarknaden, då marknaden över tid inprisar all allmänt tillgänglig information i tillgången, varvid överavkastning med hjälp av fundamentalanalys blir omöjlig.

Vid jämförelse med de korrelationsresultat som presenteras i Piotroski (2000), och Hyde (2016), är de oberoende variablernas korrelation med avkastning relativt starkare i denna studie. En möjlig förklaring till ovanstående fenomen är att urvalet som undersökts är av mindre storlek, samt behandlar en senare tidsperiod. Den variabel som avviker starkast jämfört med tidigare forskning i området är F_Accrual. Variabeln är tänkt att rensa bort periodiseringar och eventuell resultatmanipulering genom att jämföra bolagets resultat och dess kassaflöde från den operativa verksamheten med de totala tillgångarna. En ökning i resultat utan korresponderande ökning i kassaflöde ses som antingen en periodisering eller resultatmanipulation, varför detta ses som en negativ signal angående framtida vinst Sloan (1996). I denna studie är variabeln F_Accrual signifikant negativt korrelerad med alla fyra avkastningsmått, vilket pekar mot att variabeln är en dålig signal för risk, i förhållande till de antaganden angående riskens påverkan på avkastning, för den svenska aktiemarknaden. I

jämförelse med studier utförda på andra marknader är det möjligt att skillnader i redovisningsregler begränsar variabelns förmåga att mäta det den är tänkt att mäta för den svenska aktiemarknaden.

Utöver detta finns det en risk att survivorship bias har påverkat urvalet, och därmed resultatet, genom att s.k. ”starka bolag”, överlevt urvalsprocessen, eftersom dessa tenderar att ha en längre börshistorik och därmed i större grad rapporterar relevant finansiell information genom kommersiella databaser som Datastream.

5.3 Portföljavgkastning

I tabell tre och fyra finner vi fördelningen i avgkastning på ett och två års Buy-and-Hold strategier, sorterade utifrån respektive F_Score. Anmärkningsvärt för samtliga avgkastningstabeller är att de bolag som tilldelats två poäng i F_Score visar en positiv, om än relativt svag, genomsnittsgkastning på både ett och två års sikt. Utöver denna anomali följer avgkastningsfördelningen ett positivt linjärt samband mellan högre F_Score och avgkastning. I enlighet med Piotroski, Hyde, Söderbergh finner studien att F_Score portföljen överavgkastar både marknaden som helhet och oberoende av om investeringsstrategi innefattar blankning av låg F_Score tillsammans med köp av hög F_Score eller enbart köp av hög F_Score bolag. I likhet med tidigare forskning påvisar även denna studie en lägre mängd låg F_Score bolag relativt hög F_Score företag i urvalet. En möjlig underliggande faktor är än en gång att den metodik som ligger bakom skapandet av portföljerna skapat så kallad överlevnadskevheter. Om så är fallet påverkas den vänstra svansen av fördelningen, i vårt fall F_Score 0-2, på grund av de urvalskriterier som definierats i del 3.2.4. Företag som tillfaller kategorin låg F_Score, noll till två, tenderar att uppleva en högre finansiell stress, på grund av lägre lönsamhet, högre skuldsättning och lägre effektivitet vilken per automatik utmynnar i en lägre F_Score. I det fall survivorship bias existerar, förlorar urvalet företag som fundamentalt sett presterar sämre relativt de företag som nu tillhör låg F_Score kategorin. För studien innebär detta att framtagna resultat i viss mån kan underskatta den negativa avgkastning som erhålls av låg F_Score bolagen.

På grund av ovanstående resonemang har studien valt att främst fokusera analys och slutsatser vad gäller avgkastning på hög F_Score portföljer.

Genomsnittsavkastningen för F_Score portföljen är 28,8% med en investeringsstrategi på ett år, vilket kan jämföras med 21,75% årlig avkastning för portföljen som investerar på två års sikt. Resultatet knyter an till antagandet om effektiva kapitalmarknader i effektiva marknadshypotesen. I avsnitt 5.2 påvisades att korrelationen mellan F_Score och marknadsjusterad avkastning försvagas över två års sikt jämfört med ett års sikt. Portföljens resultat pekar på att tidigare nämnt fenomen håller även för avkastningsfördelningen i tabell tre och fyra. Skillnaden i årlig avkastning för portföljer med ett respektive två års Buy-and-Hold strategi är 7,05% vilket stödjer tidigare resonemang om att marknaden anpassar sig efter tillgänglig information och därmed över tid, från köpdatum, försämrar F_Score portföljens förmåga att överavkasta marknaden.

5.3.1 Avkastningsfördelning för olika storleksindelningar

Resultat för bolag med olika F_Score och de tre storleksindelningarna finner vi i tabell 4. Överlag tycks den marknadsjusterade avkastningsfördelningen förhålla sig på samma vis som i det totala urvalet för olika F_Score i tabell 3a och 3b. På grund av uppdelningen i tre mindre kategorier har antalet observationer i de olika F_Score-intervallen minskat. Studien kan inte bevisa någon skillnad i genomsnittsavkastning för olika F_Score, vad gäller småbolag och stora bolag. Medelstora bolag har över perioden genererat en marknadsjusterad avkastning om 58,4 % som är statistiskt säkerställd. Till skillnad från resultat från Piotroski (2000), finner studien ingen övervikt av småbolag i F_Score portföljen för perioden. Det mönster som påvisats i tidigare forskning angående småbolagens övervikt i portföljer som använder värdestrategi hittar studien därför inte belägg för på den svenska aktiemarknaden. Fenomenet är tidigare förklarat genom att mindre bolag tenderar att befinna sig i en miljö där informationsspridningen är begränsad, på grund av att få externa analytiker följer bolagen och handelsvolymen är låg. Ovanstående omständigheter minskar marknadseffektivitet och det är därför rationellt att dessa bolag har en större tendens att undervärderas och därför ingår i F_Score portföljen.

5.4 Regressionsanalys - Risk

Enligt resultatet för regressionsanalysen i tabell 6 påvisar FF3FM en bättre förklaringsgrad än CAPM för avkastningsfördelning i båda hög F_Score portföljen och portföljen som innehåller alla hög B/M bolag. Den högre förklaringsgraden för FF3FM gör den bättre lämpad som riskjusterad modell i analysen. Dock är förklaringsgraden relativt låg för f-score portföljen (<50%), och den kan därför som helhet inte ses som en bra modell för att förklara denna portföljs relation mellan risk och avkastning. Däremot är det möjligt att enskilda förklarande variabler i modellen ger återkommande höga signifikansnivåer och därför kan analyseras.

Betakoefficienten för Mrkt- r_f (signifikant på trestjärnig nivå) lägre för F_Score portföljen än referensportföljen för alla fyra tidsperioderna. Detta är en indikation på att F-score portföljen reagerar mindre på variationer i marknadsindex än hög B/M portföljen som helhet.

Koefficienten för hög B/M portföljen är i intervallet 0,56–1,39 respektive 0,45–1 för hög F_Score portföljen. Teoretiskt sett är alltså F-score portföljen en mindre riskfylld investering utifrån denna variabel.

Betakoefficienten för SMB är signifikant på 1–3 stjärnig nivå för båda portföljer vid alla observationer utom en (2001-2005 för f-score portföljen). Variationerna för denna koefficient är 0,33–0,73 för F-score portföljen och 0,35-1,89 för referensportföljen. Detta antyder att referensportföljen har en högre exponering mot småbolag än f-score portföljen. Ur ett teoretiskt perspektiv tenderar referensportföljen att ha en högre implicerad volatilitet som en följd av småbolageffekten och har därmed ett risktillägg.

Regressionsanalysen har inte lyckats säkerställa en acceptabel signifikansnivå för betakoefficienten HML på någon tidsperiod förutom 1996–2000. Där har F-score portföljen en betakoefficient på 0,42 och referensportföljen 0,37. För dessa år har således F-score portföljen en marginellt högre exponering mot värdebolag. Detta ger den ett risktillägg enligt B/M effekten.

Modellen mäter även alfa för portföljen och för tidsperioden 2001-2005 uppnår analysen en hög signifikansnivå för båda portföljerna. F-score portföljen presterar en överavkastning på 2,6% per månad och referensportföljen 1,3%. Båda portföljerna verkar alltså prestera en hög överavkastning för denna observationsperiod, med F-score portföljen som den tydliga överpresteraren.

Våra resultat i regressionsanalysen för FF3FM tyder alltså på att F-score portföljen har en lägre risk och en högre överavkastning än referensportföljen. Dock är dessa resultat osäkra då F-score portföljens test inte lyckas uppnå en tillfredställande nivå vad gäller förklaringsgrad.

6.0 Slutsats

Kapitlet innehåller författarnas tankar kring resultatet som presenterats i studien. Slutsatserna kommer göras både utifrån den teori som används och med egna funderingar.

Studiens syfte var att undersöka huruvida en värdebolagsportfölj som bygger på Piotroskis F_Score kan användas för att skapa överavkastning på den svenska aktiemarknaden genom analys av företagens historiska finansiella information. Genom studien försökte vi öka förståelsen kring fundamentalanalys och hur den kan användas för att skapa överavkastning på den svenska aktiemarknaden.

Vi anser att studiens syfte till viss grad har uppnåtts, även om en del av de förhållanden som vi ville fastställa inte uppnådde signifikans. Resultatet för våra F_Score portföljer pekar på att det varit möjligt att använda historisk finansiell information, genom F_Score metoden, för att skapa överavkastning på den svenska aktiemarknaden, i teoretisk mening. Tyvärr har vi inte lyckats bevisa några skillnader i avkastningen för portföljen vad gäller storlekseffekt genom vår metodik, vilket var en stor del av syftet med uppsatsen.

I praktiken finns det ett par hinder som skulle kunna försvåra användningen av denna investeringsstrategi. Det första är att det är svårt att blanka många av de bolag, framförallt de bolag som är listade på small-cap och First North, då det är svårt att hitta en motpart i sådan affär. För det andra har studien bortsett från de transaktionskostnader som är förenade med köp och försäljning av värdepapper, det är möjligt att dessa påverkar avkastningen i stor mån, speciellt för mindre portföljer. För större portföljer är ett hinder för applikation att handelsvolymen för de småbolag vars aktier ingår i F_Score portföljen kan vara för liten för att återskapa viktningen i de portföljer som använts i studien.

Den tidsperiod som studien undersöker innehåller två distinkta perioder med turbulent utveckling, IT-bubblan och finanskrisen. En begränsning vad gäller studien är att ingen hänsyn tagits till hur dessa perioder kan ha påverkat avkastningsfördelningen för hela perioden.

Vi anser att den andra huvudsatsen i syftet, som berör F_Score portföljens relation till risk, i någon mån har uppfyllts. Vid en jämförelse med en referensportfölj bestående av alla aktier i

den högsta B/M kvintilen visar F-score portföljen på en lägre risk och en högre överavkastning (alfa). Med detta sagt har vi inte uppnått en tillfredställande nivå för signifikansen på vår F_Score portfölj, för att kunna dra några vida slutsatser kring F_Score portföljens förhållande till risk. Det finns utrymme för att bedriva vidare forskning angående ett eventuellt samband mellan F_SCORE och riksjusterad avkastning.

Källförteckning

Publicerade artiklar

Agrawal, K. (2015). *Default Prediction Using Piotroski's F-score*. Global Business Review. Vol. 16, sida 175-186.

Akinboade, O., Merwe, J. & Taft, T. (2016). *How effective is the Piotroski Screen on Value Stock Selection on the JSE?*. Journal of Finance and Bank Management. Vol. 4, sida 68-83.

Bank for international settlements (2010). *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*.

Banz, R. (1981), *The relationship between return and market value of common stocks*, Journal of Financial Economics Vol. 9, sida 3-18.

Bartholdy, J. & Pearce, P. *Estimation of expected return: CAPM vs. Fama and French*. International Review of Financial Analysis. Vol. 14, sida 407-427

Basu, S. (1983) *The relationship between earnings yield, market value, and return for the NYSE common stocks: Further evidence*. Journal of Financial Economics. Vol. 12, 129-156

Bhandari, L. (1988) *Debt/Equity ratio and expected common stock returns: Empirical evidence*. Journal of Finance. Vol. 43, sida 507-528

Bernard, L. & Thomas, J. (1989) *Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?*. Journal of Accounting Research. Vol. 27 sida 1-36.

Bernard, L. & Thomas, J. (1990). *Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earning and future earnings*. Journal of Accounting and Economics Vol. 13, sida 305-340

Brounen, D. & Marcato, G. (2017) *The liquidity of international real estate securities*. European Public Real Estate Association. <http://www.epra.com/newsroom/epra-articles/liquidity-international-real-estate-securities> [2017-05-23]

Chen, N., & F. Zhang. (1998). *Risk and return of value stocks*. Journal of Business Vol. 71, sida 501–535.

Dechow, P., & Sloan, R. (1997). Returns to contrarian investment strategies: *Tests of naive expectations hypotheses*. Journal of Financial Economics Vol. 43, sida.3–27.

Fama, E. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical work*. Journal of Finance Vol.25, sida 383-417.

- Fama, E. (1998). *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*. Journal of Financial Economics Vol. 49, sida 283–306.
- Fama, E & K. French (1993), *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, The Journal of Financial Economics Vol. 33, sida 3-56.
- Fama, E. & French, K. (1992). *The cross-section of expected stock returns*. Journal of Finance Vol. 47, sida 427–65.
- Fama, E. & French, K. (2012). *Size, value, and momentum in international stock returns*. Journal of Financial Economics. Vol. 105, sida 457-472.
- Fama, E., Jensen, M., Fisher, L., & Roll, R. (1969). *The Adjustment of Stock Prices to New Information*. International Economic Review, Vol. 10, sida 1-21.
- Frankel, R. & Lee, C. (1998). *Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns*. Journal of Accounting and Economics Vol. 25, sida 283–319.
- Hyde, C. (2014). *An emerging markets analysis of the Piotroski F-score*. The Finsia Journal of Applied Finance.
- Hyde, C. (2016). *The Piotroski F-Score: Evidence from Australia*. Journal of Accounting & Finance,
- Kaur, K. & Singh, J. (2015). *Adding value to value stocks in Indian stock market: an empirical analysis*. International Journal of Law and Management. Vol. 57, No. 6, sida 621-636.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. Vishny. (1994). *Contrarian investment, extrapolation, and risk*. Journal of Finance Vol. 44, sida 1541–1578.
- Lanstein, R., Reid, K. & Rosenberg, B. (1984). *Persuasive evidence of market inefficiency*. Journal of Portfolio Management Vol. 11, sida 9–17.
- LaPorta, R., J. Lakonishok, A. Shleifer, and R. Vishny. (1997). *Good news for value stocks: Further evidence on market efficiency*. Journal of Finance Vol. 52, sida 859–874.
- Makiel, B. (2003). *The efficient market hypothesis and It's critics*. Journal of Economic Perspectives vol. 17, sida 59-82.
- Perold, A. (2004). *The Capital Asset Pricing Model*. Journal of Economic Perspectives, Vol. 18, sida 3-24.
- Piotroski, J. (2000). *Value Investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers*. Journal of Accounting Research. vol.38, Sida 1-41.

Pullen, J. (2013). *Evaluating the Effectiveness of the Piotroski F_Score Methodology within the South African market*. University of Cape Town.

Sloan, R. (1996). *Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?* *Accounting Review Vol. 71*, 289–316.

Stickel, S. (1998). *Analyst incentives and the financial characteristics of Wall Street darlings and dogs*. Working paper, LaSalle University.

Litteratur

Berk, J. & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance*, 3 uppl. Harlow: Pearson Education limited.

Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge: Cambridge University Press.

Bryman, A. & Bell, E. (2011). *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*. 1 uppl., Stockholm: Liber AB.

Ganguin, B. & Bilardello, J. 2005. *Fundamentals of Corporate Credit Analysis*, New York: The McGraw-Hill Companies.

Lundahl, U. & Skärvad, P. (1999). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. 3. uppl., Lund: Studentlitteratur

Körner, S., Wahlgren, L. (2006). *Statistisk Dataanalys*, Studentlitteratur, Lund

Palepu, K., Healy, P., Bernard, V. & Peek, E. (2007). *Business Analysis and Valuation*, London: Thomson Learning.

Elektroniska källor

Thomson Reuters Datastream, Advanced. Data Collection period: 2017-04-08 and 2015-05-25

Appendix

X.1 Thomson Datastream – Variabeldefinition

MARKET VALUE on Datastream is the share price multiplied by the number of ordinary shares in issue. The amount in issue is updated whenever new tranches of stock are issued or after a capital change.

BOOK VALUE PER SHARE represents the book value (proportioned common equity divided by outstanding shares) at the company's fiscal year end for non-U.S. corporations and at the end of the last calendar quarter for U.S. corporations

COMMON SHARES OUTSTANDING represent the number of shares outstanding at the company's year end. It is the difference between issued shares and treasury shares.

NET INCOME BEFORE EXTRAORDINARY ITEMS/PREFERRED DIVIDENDS represents income before extraordinary items and preferred and common dividends, but after operating and non-operating income and expense, reserves, income taxes, minority interest and equity in earnings.

TOTAL ASSETS represent the sum of total current assets, long term receivables, investment in unconsolidated subsidiaries, other investments, net property plant and equipment and other assets.

NET CASH FLOW - OPERATING ACTIVITIES represent the net cash receipts and disbursements resulting from the operations of the company. It is the sum of Funds from Operations, Funds From/Used for Other Operating Activities and Extraordinary Items.

LONG TERM DEBT represents all interest bearing financial obligations, excluding amounts due within one year. It is shown net of premium or discount.

NET SALES OR REVENUES represent gross sales and other operating revenue less discounts, returns and allowances.

TOTAL RETURN INDEX (RI) is available for individual equities and unit trusts. This shows a theoretical growth in value of a share holding over a specified period, assuming that dividends are re-invested to purchase additional units of an equity or unit trust at the closing price applicable on the ex-dividend date.

1996 BM	ROA	ΔROA	CFO	ACCRUAL	ΔTURN	ΔMARGIN	ΔLEVER	EQ_OFFER	RAW_1	RAW_2	MKT_1	MKT_2	BETA	MV	F_ROA	F_ΔROA	F_CFO	F_ACCRU	F_ΔTURN	F_ΔMARG	F_ΔLEVER	F_EQ_OFF	F_SCORE		
XANO INC	1,423828	0,044686	-0,00572	0,073773	-0,02909	0,141583	-0,0072	-0,00057	0	1,331039	4,269086	0,793788	3,347292	0,51	82,99	1	0	1	1	0	1	0	1	1	6
L E LUNDB	1,451248	0,062552	0,021832	0,026588	0,035964	-0,00242	0,1569	-0,04857	0	0,655339	0,732944	0,118087	-0,18885	1,84	4098,52	1	1	1	1	0	1	1	1	1	6
SSAB SVEI	1,532831	0,08421	-0,07421	0,150225	-0,06601	-0,1841	-0,0587	-0,00807	0	0,725654	0,86664	0,188402	-0,05515	1,11	7804,57	1	0	1	1	0	0	1	1	1	5
ELOS MED	1,540128	0,012335	-0,05207	0,093901	-0,08157	0,260073	-0,0506	0,057362	687	1,600765	2,300985	1,063514	1,379191	0,76	117,12	1	0	1	1	1	0	0	0	4	
PEAB AB -	1,785487	0,017103	0,005049	-0,03647	0,053575	0,266451	0,0016	0,032204	0	0,451486	0,640297	-0,08577	-0,2815	1,3	611,62	1	1	0	0	1	1	0	1	5	
FABEGE AI	2,077784	0,007746	0,004518	0,025765	-0,01802	0,008318	0,0408	0,044917	8825	0,230778	-0,02567	-0,30647	-0,94746	1,53	480,39	1	1	1	1	1	1	0	0	6	
ACTIVE BI	2,291936	0,302563	0,196429	0,388513	-0,08595	-0,41791	1,1807	0,325897	0	1,038825	1,955579	0,501574	1,033785	1,8	247,17	1	1	1	1	0	1	0	1	6	
NCC AB - f	2,66226	0,014213	0,004259	0,030852	-0,01664	0,252194	0,0011	-5,1E-05	0	0,310308	0,481816	-0,22694	-0,43998	2,06	2511,03	1	1	1	1	1	1	1	1	8	
									0																
1997 BM	ROA	ΔROA	CFO	ACCRUAL	ΔTURN	ΔMARGIN	ΔLEVER	EQ_OFFER	RAW_1	RAW_2	MKT_1	MKT_2	BETA	MV	F_ROA	F_ΔROA	F_CFO	F_ACCRU	F_ΔTURN	F_ΔMARG	F_ΔLEVER	F_EQ_OFF	F_SCORE		
ACTIVE BI	1,084996	0,018072	0,018072	0,052258	-0,03419	-0,03436	-1,2563	-0,20165	81	0,449648	0,038772	-0,07777	-0,67893	1,93	503,97	1	1	1	1	0	0	1	1	0	5
PEAB AB -	1,134532	0,019154	0,019154	0,012951	0,006202	-0,48009	0,0028	-0,00358	22821	0,130081	0,129178	-0,39734	-0,58852	1,27	1062,11	1	1	1	0	0	1	1	1	0	5
DRESUND	1,156989	0,209416	0,209416	0,120829	0,088587	-0,18319	0,1799	0	0	0,28067	0,208474	-0,24675	-0,50923	0,86	2324,88	1	1	1	0	0	1	1	1	6	
ELANDERS	1,157557	-0,03707	-0,03707	0,069447	-0,10652	-0,04676	-0,0675	-0,20524	164	0,74106	0,848179	0,213637	0,13048	0,81	274,18	0	0	1	1	0	0	1	1	0	3
AB SKF - B	1,161676	0,041299	0,041299	0,052326	-0,01103	0,014204	-0,0082	0,035815	4681	-0,05234	-0,10718	-0,57977	-0,82488	1,1	10836,3	1	1	1	1	1	0	0	0	5	
CONCORD	1,417831	0,081708	0,081708	0,070686	0,011022	0,16088	0,1229	-0,02635	1858	0,11129	-0,39918	-0,41613	-1,11688	0,99	432,78	1	1	1	0	1	1	1	1	0	6
L E LUNDB	1,484824	0,175572	0,175572	0,083625	0,091947	-0,0266	1,2098	-0,13926	0	0,046882	-0,00804	-0,48054	-0,72574	1,78	6355,3	1	1	1	0	0	1	1	1	1	6
FABEGE AI	1,765814	0,008708	0,008708	0,033668	-0,02496	-0,0362	0,0708	-0,2002	14146	-0,20836	-0,34495	-0,73578	-1,06265	1,44	1418,23	1	1	1	1	0	1	1	1	0	6
NCC AB - f	2,899933	-0,0061	-0,0061	0,001376	-0,00748	0,147906	-0,0206	-0,0465	28303	0,130892	0,083758	-0,39653	-0,63394	1,93	3185,25	0	0	1	1	1	0	1	1	0	4
									0																
1998 BM	ROA	ΔROA	CFO	ACCRUAL	ΔTURN	ΔMARGIN	ΔLEVER	EQ_OFFER	RAW_1	RAW_2	MKT_1	MKT_2	BETA	MV	F_ROA	F_ΔROA	F_CFO	F_ACCRU	F_ΔTURN	F_ΔMARG	F_ΔLEVER	F_EQ_OFF	F_SCORE		
VOLVO AE	0,994111	0,042255	-0,02118	0,058828	-0,01657	-0,04812	-0,0158	-0,0105	0	0,011548	0,020422	-0,10526	-0,65315	1,2	68458,94	1	0	1	1	0	0	1	1	1	5
NEW WAV	1,010584	0,035791	-0,02719	-0,14951	0,185298	0,270276	-0,0233	0,11664	3303	0,046368	1,561993	-0,07044	0,888426	3,5	166,19	1	0	0	0	1	0	0	0	0	2
ELEKTA AE	1,048051	-0,1084	-0,0911	-0,05916	-0,04923	0,095005	-0,0974	-0,19787	0	-0,5987	-0,58038	-0,7155	-1,25395	0,62	688,94	0	0	0	1	1	0	0	1	1	4
ATRIUM LI	1,075471	0,030121	0,003144	0,034364	-0,00424	0,009721	-0,0092	-0,13738	7658	0,075927	0,534574	-0,04088	-0,13899	0,76	526,32	1	1	1	1	1	0	1	0	6	
AB SKF - N	1,08511	-0,04342	-0,08472	0,025041	-0,06846	-0,04497	-0,0858	-0,05682	0	-0,05787	0,272853	-0,17467	-0,40071	1,15	10074,63	0	0	1	1	0	0	1	1	1	4
DRESUND	1,101628	0,152826	-0,05659	-0,05657	0,209392	-0,27009	0,028	0	0	-0,05637	0,560882	-0,17318	-0,11269	1,02	2842,85	1	0	0	0	0	1	1	1	1	4
PEAB AB -	1,119577	0,022229	0,003075	0,003986	0,018243	0,035221	0,0017	0,110532	0	-0,0008	0,178257	-0,11761	-0,49531	1,36	1180,79	1	1	1	0	1	1	0	1	6	
KINNEVIK	1,252165	0,097915	0,064567	-0,05061	0,148527	0,001219	0,5015	0,046913	3636	0,192479	1,138259	0,075673	0,464691	0,85	1678,51	1	1	0	0	1	1	1	0	0	4
VIKING SU	1,267613	-0,03251	-0,0541	0,036486	-0,06899	0,13426	-0,1381	0,123819	0	-0,42678	-0,51614	-0,54359	-1,18971	0,63	514,36	0	0	1	1	1	0	0	1	1	4
CONCORD	1,475803	0,06699	-0,01472	0,147002	-0,08001	-0,03668	-0,0353	-0,21845	941	-0,45935	-0,31661	-0,57616	-0,99017	0,6	498,03	1	0	1	1	0	0	1	1	0	4
L E LUNDB	1,608825	0,054213	-0,12136	0,102264	-0,04805	0,036578	-1,1786	0,036958	0	-0,05247	0,012732	-0,16927	-0,66084	1,3	6459,06	1	0	1	1	1	0	0	1	1	5
FASTPART	1,663696	0,019632	0,019241	-0,00609	0,025717	-0,00023	0,1995	-0,08652	0	-0,09991	0,237613	-0,21671	-0,43595	0,95	423,29	1	1	0	0	0	1	1	1	1	5
NCC AB - f	2,177289	0,01908	0,025184	0,023367	-0,00429	0,070791	0,0217	-0,04835	0	-0,04168	-0,09846	-0,15848	-0,77203	1,09	4441,75	1	1	1	1	1	1	1	1	1	8
FABEGE AI	2,553553	0,009384	0,000676	0,030604	-0,02122	0,044528	-0,0518	-0,1972	81806	-0,17254	0,131372	-0,28935	-0,5422	0,78	1802,6	1	1	1	1	1	0	1	1	0	6

1999 BM	ROA	ΔROA	CFO	ACCRUAL	ΔTURN	ΔMARGIN	ΔLEVER	EQ_OFFER	RAW_1	RAW_2	MKT_1	MKT_2	BETA	MV	F_ROA	F_ΔROA	F_CFO	F_ACCRU	F_ΔTURN	F_ΔMARG	F_ΔLEVER	F_EQ_OFF	F_SCORE		
JLT MOBIL	1,147571	-0,09504	0,004497	0,047048	-0,14209	0,216222	0,0056	0,025133	0	0,269126	-0,61612	-0,32952	-0,80729	0,26	24,65	0	1	1	1	1	1	1	0	1	6
WALLENS	1,169693	0,029411	0,024911	0,018847	0,010564	0,12875	0,0805	-0,11812	0	-0,00541	0,436239	-0,60406	0,245065	0,79	773,43	1	1	1	0	1	1	1	1	1	7
SVENSKA	1,171062	0,04227	-0,00084	0,103105	-0,06084	-0,02861	0,0004	0,031391	63387	-0,13295	0,16927	-0,73159	-0,0219	0,95	29147,23	1	0	1	1	0	1	1	0	0	4
AB SKF - N	1,213868	0,032736	0,076155	0,089886	-0,05625	0,024927	0,0739	0,004134	0	0,351033	0,323154	-0,24761	0,13198	1,34	9364,24	1	1	1	1	1	1	1	0	1	7
GEVEKO A	1,294468	0,14662	-0,0009	0,024822	0,121798	-0,03762	0,026	-0,00895	0	0,874429	0,587652	0,275783	0,396478	1,01	362,25	1	0	1	0	0	1	1	1	1	5
PEAB AB	1,308552	0,036259	0,01403	0,074697	-0,03844	0,03598	0,0053	-0,01521	0	0,1792	0,7128	-0,41945	0,521626	0,57	1157,05	1	1	1	1	1	1	1	1	1	8
KUNGSLEEC	1,436054	0,05214	0,019026	0,073102	-0,02096	0,076638	-0,0078	-0,52493	24098	0,242652	0,53037	-0,35599	0,339196	#N/A	1187,78	1	1	1	1	1	1	0	1	0	6
VOLVO AE	1,449471	0,166139	0,123884	0,049875	0,116264	-0,53049	0,2171	0,020292	0	0,008773	-0,16272	-0,58987	-0,3539	1,04	67398,75	1	1	1	0	0	1	1	0	1	5
MIDWAY	1,452364	0,015147	-0,04136	0,076369	-0,06122	0,044287	-0,0317	-0,01195	57	0,094969	-0,2462	-0,50368	-0,43737	0,63	331,18	1	0	1	1	1	0	1	0	1	5
RATOS AB	1,457688	0,29733	0,180427	-0,02233	0,319665	0,14665	0,3888	-0,01978	0	0,357296	0,578781	-0,24135	0,387608	0,8	3729,94	1	1	0	0	1	1	1	1	1	6
BERGS TIN	1,501857	-0,00826	-0,01614	0,031384	-0,03964	-0,02	-0,0128	-0,00071	0	-0,08872	-0,35387	-0,68737	-0,54505	0,88	73,2	0	0	1	1	1	0	0	1	1	4
RORVIK TI	1,531676	0,00277	0,016667	0,026316	-0,02355	0,102934	0,0107	0,038323	0	-0,08333	-0,42085	-0,68198	-0,61202	0,8	144,29	1	1	1	1	1	1	0	1	1	7
KABE HUS	1,592183	0,040378	0,017678	0,054786	-0,01441	0,209791	0,0106	-0,01496	0	0,395536	0,2997	-0,20311	0,108526	0,43	55,65	1	1	1	1	1	1	1	1	1	8
L E LUNDB	1,59295	0,14875	0,094537	0,123393	0,025356	-0,00516	0,2293	-0,08461	0	0,068808	0,340799	-0,52984	0,149625	1,02	5888,38	1	1	1	0	0	1	1	1	1	6
CATELLA A	1,689964	0,014202	-0,07787	0,057627	-0,04343	0,10029	-0,0273	-0,00174	0	-0,03215	-0,35643	-0,63079	-0,54761	0,75	426,33	1	0	1	1	1	0	1	1	1	6
FABEGE AI	1,775041	0,016906	0,007522	0,018685	-0,00178	-0,02559	0,0697	0,277254	0	0,367282	0,67172	-0,23136	0,480546	0,27	2734,66	1	1	1	1	1	1	0	1	1	6
FASTPART	1,801277	-0,00454	-0,02417	0,010798	-0,01534	-0,00236	-0,25	0,016554	0	0,374981	-0,06945	-0,22366	-0,26062	0,71	380,96	0	0	1	1	0	0	0	1	1	3
ELEKTA AE	1,942068	-0,09411	0,014287	-0,06291	-0,0312	0,149928	0,0422	0,001836	0	0,045639	1,974138	-0,55301	1,782964	1,46	276,51	0	1	0	1	1	1	1	0	1	5
VIKING SU	2,175069	-0,02003	0,012474	0,013863	-0,0339	0,367547	0,0577	-0,01248	0	-0,15589	-0,04741	-0,75454	-0,23859	0,46	268,51	0	1	1	1	1	1	1	1	1	7
NCC AB -	2,45581	0,028867	0,009787	-0,00217	0,031037	0,100452	0,0065	0,05534	0	-0,05925	-0,0588	-0,6579	-0,24997	0,66	3988,51	1	1	0	0	1	1	1	0	1	5
CONCORD	2,639613	-0,03305	-0,10004	0,041083	-0,07413	-0,17405	-0,1872	0,107079	2	0,264026	1,235561	-0,33462	1,044387	0,59	267,35	0	0	1	1	0	0	0	0	0	2
									0					0											
2000 BM	ROA	ΔROA	CFO	ACCRUAL	ΔTURN	ΔMARGIN	ΔLEVER	EQ_OFFER	RAW_1	RAW_2	MKT_1	MKT_2	BETA	MV	F_ROA	F_ΔROA	F_CFO	F_ACCRU	F_ΔTURN	F_ΔMARG	F_ΔLEVER	F_EQ_OFF	F_SCORE		
ATRIUM LJ	0,954576	0,067873	0,051614	0,037075	0,030798	0,037835	0,2804	-0,18819	0	0,500478	0,684181	0,972758	1,497548	0,32	769,74	1	1	1	0	1	1	1	1	1	7
ELEKTA AE	0,990678	-0,04194	0,052173	0,005991	-0,04793	0,080328	0,0563	-0,06964	154764	1,844326	3,129001	2,316606	3,942368	1,44	581,32	0	1	1	1	1	1	1	1	0	6
CATELLA A	1,025237	0,035038	0,020836	0,005808	0,02923	0,122086	0,0087	-0,00183	0	-0,33506	-0,2527	0,137223	0,560664	0,74	778,64	1	1	1	1	1	1	1	1	1	7
INVESTOR	1,066058	0,179198	0,049341	0,025926	0,153272	-0,45234	0,8126	-0,01465	1148	0,042456	-0,07704	0,514736	0,736328	0,94	56993,3	1	1	1	0	0	1	1	1	0	5
AB SKF - N	1,096335	0,052477	0,019741	0,105274	-0,0528	0,094633	0,0189	-0,0128	0	-0,02064	0,388064	0,451645	1,20143	0,94	12399,55	1	1	1	1	1	1	1	1	1	8
SSAB SVEF	1,148579	0,067871	0,051586	0,074239	-0,00637	0,076204	0,0513	0,027498	-32258	-0,02613	0,167726	0,446146	0,981093	0,81	8437,35	1	1	1	1	1	1	1	0	1	7
WALLENS	1,211386	0,01424	-0,01517	0,016874	-0,00263	-0,13732	0,0059	0,591516	-40191	0,444052	1,027055	0,916332	1,840421	0,65	715,74	1	0	1	1	0	1	0	1	5	
HOLMEN	1,220274	0,162827	0,100644	0,080553	0,082274	-0,12227	0,1736	0,001458	-8886	0,284283	0,644144	0,756563	1,45751	1,14	13942,68	1	1	1	0	0	1	1	0	1	5
KABE HUS	1,321429	0,04493	0,004552	0,039252	0,005677	0,009138	0,0028	-0,02974	0	-0,06867	0,825427	0,403606	1,638793	0,4	75,6	1	1	1	1	1	1	1	1	1	7
VOLVO AE	1,340817	0,023638	-0,1425	0,040283	-0,01665	0,034012	-0,2215	0,04377	-229600	-0,17001	-0,01363	0,302273	0,799735	0,65	65884,19	1	0	1	1	1	1	0	0	1	5
TRELLEBOI	1,353036	0,04858	-0,02965	0,040039	0,008541	-0,54017	0,0156	0,082542	-34894	0,339179	0,712356	0,811458	1,525723	0,87	6320,52	1	0	1	1	1	1	0	1	1	4
MIDWAY	1,358334	0,044406	0,029259	0,121438	-0,07703	-0,00935	0,0195	-0,07801	818	-0,31158	-0,36582	0,160704	0,447552	0,36	390,48	1	1	1	1	1	0	1	1	1	7
FASTPART	1,366937	0,00695	0,011491	-0,01709	0,024037	0,003546	0,1168	-0,02811	818	-0,32322	-0,34341	0,149055	0,469961	1,05	523,82	1	1	0	0	1	1	1	1	0	5
L E LUNDB	1,410542	0,069819	-0,07893	0,053594	0,016225	-0,0289	-0,0966	0,137077	-20954	0,25448	0,701012	0,72676	1,514378	0,74	6044,02	1	0	1	0	0	1	1	0	1	3
SVENSKA	1,415153	0,085068	0,042798	0,105883	-0,02081	0,000213	0,0509	-0,0922	305	0,348556	1,186518	0,820835	1,999885	0,75	28588,37	1	1	1	1	1	1	1	1	0	7
RATOS AB	1,42012	0,268446	-0,02888	0,035075	0,233371	-0,06505	0,0259	0,006208	-9031	0,163182	0,470604	0,635462	1,283971	0,65	4774,32	1	0	1	0	0	1	1	0	1	4
FABEGE AI	1,443483	0,021716	0,00481	0,021623	9,32E-05	0,008459	0,0276	-0,03396	46	0,222659	0,445721	0,694939	1,259088	0,24	3565,64	1	1	1	1	1	1	1	1	0	6
KUNGSLEEC	1,451708	0,045451	-0,00669	0,122436	-0,07699	-0,1405	0,0816	0,171818	3213	0,231535	1,224232	0,703815	2,037599	0,48	1336,25	1	1	1	1	1	1	1	0	0	4
BERGS TIN	1,588821	0,01257	0,020829	-0,00737	0,019935	0,264876	0,0161	0,167157	2613	-0,29097	-0,24925	0,181313	0,564115	0,58	77,74	1	1	0	0	1	1	1	0	0	4
PEAB AB	1,590152	0,05223	0,015971	-0,00616	0,058389	0,021745	0,0102	0,024166	29889	0,45251	1,284939	0,92479	2,098306	0,38	1323,19	1	1	0	0	1	1	1	0	0	4
RORVIK TI	1,682426	0,001913	-0,00086	0,076807	-0,07489	0,084075	-0,0006	-0,06203	0	-0,3682	-0,09091	0,104085	0,722458	0,59	132,26	1	0	1	1	1	1	1	1	1	6
VIKING SU	2,780164	0,007516	0,027549	0,050287	-0,04277	0,216508</																			

2001	BM	ROA	ΔROA	CFO	ACCRUAL	ΔTURN	ΔMARGIN	ΔLEVER	EQ_OFFER	RAW_1	RAW_2	MKT_1	MKT_2	BETA	MV	F_ROA	F_ΔROA	F_CFO	F_ACCRU	F_ΔTURN	F_ΔMARG	F_ΔLEVER	F_EQ_OFF	F_SCORE
ROTTNER	1,025511	0,06565	-0,18367	0,108429	-0,04278	-0,34875	-0,1332	0	-8634	0,462401	-0,00631	0,668263	0,2871	0,94	1726,99	1	0	1	1	0	0	1	1	5
GEVEKO A	1,0327	0,077543	-0,05746	0,038558	0,038985	-0,00949	-0,0831	0,0061	0	-0,12406	-0,17027	0,081798	0,123141	0,91	542,5	1	0	1	0	0	0	0	1	3
PEAB AB	-1,046217	0,051456	-0,00077	0,119004	-0,06755	-0,06474	-0,0002	-0,10965	0	0,573097	0,553168	0,778959	0,84658	0,16	2326,53	1	0	1	1	0	0	1	1	5
TRELLEBO	1,073873	0,030159	-0,01842	0,059674	-0,02952	0,187341	-0,0312	0,074245	-32429	0,278662	0,121546	0,484524	0,414957	0,59	7160,93	1	0	1	1	1	0	0	1	5
BEIJER REF	1,119686	0,02464	-0,03859	0,056061	-0,03142	0,122857	-0,0272	-0,03156	0	0,129053	0,162745	0,334915	0,456156	0,3	345,59	1	0	1	1	1	0	1	1	6
SVENSKA	1,144056	0,052319	-0,03275	0,137918	-0,0856	0,069828	-0,0386	0,043893	0	0,621378	0,333413	0,82724	0,626825	0,52	40193,04	1	0	1	1	1	0	0	1	5
HOLMEN /	1,20874	0,088341	-0,07449	0,15486	-0,06652	0,112029	-0,1308	-0,00237	0	0,280203	0,140884	0,486066	0,434296	0,95	11641,84	1	0	1	1	1	0	1	1	6
SSAB SVE	1,253259	0,033391	-0,03448	0,034494	-0,0011	-0,0278	-0,0357	0,018158	-5379	0,199062	0,249811	0,404925	0,543222	0,68	7782,02	1	0	1	1	0	0	0	1	4
IND & FIN	1,258658	-0,12343	-0,03599	-0,01809	-0,10534	0,099888	-0,0148	-0,03646	3113	-0,19048	-0,86985	0,015381	-0,57644	1,79	1251,05	0	0	0	1	1	0	1	0	3
FABEGE AI	1,281109	0,022456	0,00074	0,049497	-0,02704	-0,00745	0,0281	-0,1625	0	0,18244	0,115581	0,388303	0,408993	0,24	4276,01	1	1	1	1	0	1	1	1	7
STRAX - NI	1,36961	-0,46765	-0,58603	-0,16231	-0,30534	-0,26611	-19,0357	0	244	-0,44305	-0,6033	-0,23719	-0,30989	2,2	327,47	0	0	0	1	0	0	1	0	2
AB SKF - N	1,376565	0,053521	0,001044	0,141841	-0,08832	-0,00354	0,0008	-0,0477	0	0,41731	0,38074	0,623172	0,674152	0,83	11786,03	1	1	1	1	0	1	1	1	7
TRACTION	1,384478	0,023676	-0,37717	-0,04223	0,065904	-0,1481	-0,8303	0,003169	-80	-0,14244	-0,22589	0,063425	0,067521	0,51	511,35	1	0	0	0	0	0	0	1	2
KUNGSLEC	1,451406	0,026825	-0,01863	0,051046	-0,02422	0,047785	-0,12	0,028773	0	0,806065	0,887534	1,011927	1,180945	0,07	1507,24	1	0	1	1	1	0	0	1	5
L E LUNDB	1,512707	0,163767	0,093948	0,143646	0,02012	0,088868	0,2131	-0,17245	-6516	0,35595	0,365856	0,561812	0,659268	0,47	6245,17	1	1	1	0	1	1	1	1	7
RATOS AB	1,574886	0,201828	-0,06662	0,004166	0,197662	-0,14193	0,1185	0,009365	-418	0,264295	0,2061	0,470157	0,499512	0,57	5192,07	1	0	1	0	0	1	0	1	4
VOLVO AE	1,630234	-0,00579	-0,02943	0,055861	-0,06165	0,175121	-0,044	-0,0077	114800	0,188405	0,03981	0,394268	0,333221	0,54	52253	0	0	1	1	1	0	1	0	4
KABE HUS	1,643906	0,050827	0,005897	0,065811	-0,01498	0,23892	0,0001	-0,05042	0	0,960029	1,531746	1,165891	1,825158	0,42	68,67	1	1	1	1	1	1	1	1	8
CONCORD	1,644813	0,072704	-0,0104	0,153549	-0,08084	-0,13507	0,0172	0,01271	4214	-0,37756	-0,46051	-0,1717	-0,1671	0,39	968,62	1	0	1	1	0	1	0	0	4
MIDSONA	1,671703	0,002578	-0,01746	0,043391	-0,04081	0,043723	-0,0386	-0,07291	6363	-0,33738	-0,48845	-0,13151	-0,19504	1,37	264,31	1	0	1	1	1	0	1	0	5
CATELLA	1,827247	-0,02696	-0,062	0,123343	-0,1503	-0,00052	-0,0236	-6,3E-05	18841	0,123851	-0,4562	0,329713	-0,16279	0,72	525,93	0	0	1	1	0	0	1	0	3
MIDWAY	1,959367	0,013306	-0,0311	0,044811	-0,0315	-0,00522	-0,0214	0,015669	0	-0,07879	0,083893	0,127075	0,377305	0,46	261,92	1	0	1	1	0	0	0	1	4
FASTPART	1,984583	0,000125	-0,00683	0,017727	-0,0176	-0,00113	-0,0691	0,000285	-1438	-0,02982	0,127337	0,176043	0,420749	0,88	359,86	1	0	1	1	0	0	0	1	4
STOCKW	2,052535	-0,13229	4,316485	-0,11429	-0,018	0,913364	1,7619	0	1711	0	-0,28889	0,205862	0,004523	2	37,13	0	1	0	1	1	1	1	0	5
BERGS TI	2,188776	-0,02071	-0,03327	0,016946	-0,03765	-0,24503	-0,0256	-0,01874	0	0,058834	-0,08619	0,264697	0,207225	0,33	53,99	0	0	1	1	0	0	1	1	4
NCC AB -	2,304254	-0,05772	-0,09854	-0,02129	-0,03643	0,033451	-0,088	-0,07642	-700	0,046852	-0,22315	0,252715	0,070259	0,48	3177,59	0	0	0	1	1	0	1	1	4
RORVIK TI	2,404046	-0,03376	-0,03567	0,045483	-0,07924	-0,03975	-0,0198	-0,05589	0	0,438879	0,294992	0,644742	0,588403	0,51	83,57	0	0	1	1	0	0	1	1	4
VIKING SU	2,88709	0,015369	0,007854	0,026301	-0,01093	0,099709	0,0075	0,125605	0	0,24917	-0,23861	0,455033	0,054799	0,18	217,95	1	1	1	1	1	1	0	1	7
BOLIDEN /	4,023889	-0,20454	0,301993	-0,21395	0,009418	0,127273	0,3491	-0,01391	-178606	-0,14742	-0,64261	0,058443	-0,3492	0,59	627,99	0	1	0	0	1	1	1	1	5

2001	BM	ROA	ΔROA	CFO	ACCRUAL	ΔTURN	ΔMARGIN	ΔLEVER	EQ_OFFER_RAW_1	RAW_2	MKT_1	MKT_2	BETA	MV	F_ROA	F_ΔROA	F_CFO	F_ACCRU	F_ΔTURN	F_ΔMARG	F_ΔLEVER	F_EQ_OFF	F_SCORE	
ROTTNER	1,025511	0,06565	-0,18367	0,108429	-0,04278	-0,34875	-0,1332	0	-8634	0,462401	-0,00631	0,668263	0,2871	0,94	1726,99	1	0	1	1	0	0	1	1	5
GEVEKO A	1,0327	0,077543	-0,05746	0,038558	0,038985	-0,00949	-0,0831	0,0061	0	-0,12406	-0,17027	0,081798	0,123141	0,91	542,5	1	0	1	1	0	0	0	1	3
PEAB AB	1,046217	0,051456	-0,00077	0,119004	-0,06755	-0,06474	-0,0002	-0,10965	0	0,573097	0,553168	0,778959	0,84658	0,16	2326,53	1	0	1	1	0	0	1	1	5
TRELLEBOL	1,073873	0,030159	-0,01842	0,059674	-0,02952	0,187341	-0,0312	0,074245	-32429	0,278662	0,121546	0,484524	0,414957	0,59	7160,93	1	0	1	1	1	0	0	1	5
BEIJER REF	1,119686	0,02464	-0,03859	0,050661	-0,03142	0,122857	-0,0272	-0,03156	0	0,129053	0,162745	0,334915	0,456156	0,3	345,59	1	0	1	1	1	1	0	1	6
SVENSKA I	1,144056	0,052319	-0,03275	0,137918	-0,0856	0,069828	-0,0386	0,043893	0	0,621378	0,333413	0,82724	0,626825	0,52	40193,04	1	0	1	1	1	0	0	1	5
HOLMEN I	1,20874	0,088341	-0,07449	0,15486	-0,06652	0,112029	-0,1308	-0,00237	0	0,280203	0,140884	0,486066	0,434296	0,95	11641,84	1	0	1	1	1	0	1	1	6
SSAB SVEF	1,253259	0,033391	-0,03448	0,034494	-0,0011	-0,0278	-0,0357	0,018158	-5379	0,199062	0,249811	0,404925	0,543222	0,68	7782,02	1	0	1	1	0	0	0	1	4
IND & FIN	1,258658	-0,12343	-0,03599	-0,01809	-0,10534	0,099888	-0,0148	-0,03646	3113	-0,19048	-0,86985	0,015381	-0,57644	1,79	1251,05	0	0	0	1	1	1	0	1	3
FABEGE AI	1,281109	0,022456	0,00074	0,049497	-0,02704	-0,00745	0,0281	-0,1625	0	0,18244	0,115581	0,388303	0,408993	2,24	4276,01	1	1	1	1	0	1	1	1	7
STRAX - N	1,36961	-0,46765	-0,08603	-0,16231	-0,30534	-0,26611	-19,0357	0	244	-0,44305	-0,6033	-0,23719	-0,30989	2,2	327,47	0	0	0	1	0	0	1	0	2
AB SKF - N	1,376565	0,053521	0,001044	0,141841	-0,08832	-0,00354	0,0008	-0,0477	0	0,41731	-0,38074	0,623172	0,674152	0,83	11786,03	1	1	1	1	0	1	1	1	7
TRACTION	1,384478	0,023676	-0,37717	-0,04223	0,065904	-0,1481	-0,8303	0,003169	-80	-0,14244	-0,22589	0,063425	0,067521	0,51	511,35	1	0	0	0	0	0	0	1	2
KUNGSLEI	1,451406	0,026825	-0,01863	0,051046	-0,02422	0,047785	-0,12	0,028773	0	0,806065	0,887534	1,011927	1,180945	0,07	1507,24	1	0	0	1	1	0	0	1	5
LE LUNDB	1,512707	0,163767	0,093948	0,143646	0,02012	0,088968	0,2131	-0,17245	-6516	0,35595	0,365856	0,561812	0,659268	0,47	6245,17	1	1	1	1	0	1	1	1	7
RATOS AB	1,574886	0,201828	-0,06662	0,041166	0,197662	-0,14193	0,1185	0,003365	-418	0,264295	0,2061	0,470157	0,499512	0,57	5192,07	1	0	1	1	0	1	1	1	4
VOLVO AE	1,630234	-0,00579	-0,02943	0,055861	0,06165	0,175121	-0,044	-0,0077	114800	0,188405	0,03981	0,394268	0,333221	0,54	52253,0	0	1	1	1	1	0	1	0	4
KABE HUS	1,643906	0,050827	0,005897	0,065811	-0,01498	0,23892	0,0001	-0,05042	0	0,960029	1,531746	1,165891	1,825158	0,42	68,67	1	1	1	1	1	1	1	1	8
CONCORD	1,644813	0,072704	-0,0104	0,153549	-0,08084	-0,13507	0,0172	0,01271	4214	-0,37756	-0,46051	-0,1717	-0,1671	0,39	968,62	1	0	0	1	0	1	0	0	4
MIDSONA	1,671703	0,002578	-0,01746	0,043391	-0,04081	0,043723	-0,0386	-0,07291	6363	-0,33738	-0,48845	-0,13151	-0,19504	1,37	264,31	1	0	1	1	1	0	1	0	5
CATELLA A	1,827247	-0,02696	-0,062	0,123343	-0,1503	-0,00052	-0,0236	-6,3E-05	18841	0,123851	-0,4562	0,329713	-0,16279	0,72	525,93	0	0	1	1	0	1	0	1	0
MIDWAY I	1,959367	0,013306	-0,0311	0,044811	-0,0315	-0,00522	-0,0214	0,015669	0	-0,07879	0,083893	0,127075	0,377305	0,46	261,92	0	0	1	1	0	0	0	1	4
FASTPART	1,984583	0,000125	-0,00683	0,017727	-0,0176	-0,00113	-0,0691	0,000285	-1438	-0,02982	0,127337	0,176043	0,420749	0,88	359,86	1	0	1	1	0	0	0	1	4
STOCKWIP	2,052535	-0,13229	0,431685	-0,11429	-0,018	0,913364	1,7619	0	1711	0	-0,28889	0,205862	0,004523	2	37,13	0	1	0	1	1	1	1	0	5
BERGS TIV	2,188776	-0,02071	-0,03327	0,016946	-0,03765	-0,24503	-0,0256	-0,01874	0	0,058834	-0,08619	0,264697	0,207225	0,33	53,99	0	0	1	1	0	0	1	1	4
NCC AB - F	2,304254	-0,05772	-0,09854	-0,02129	-0,03643	0,033451	-0,088	-0,07642	-700	0,046852	-0,22315	0,252715	0,070259	0,48	3177,59	0	0	0	1	1	1	0	1	4
RORVIK TI	2,404046	-0,03376	-0,03567	0,045483	-0,07924	-0,03975	-0,0198	-0,05589	0	0,438879	0,294992	0,644742	0,588403	0,51	83,57	0	0	1	1	0	0	1	1	4
VIKING SU	2,88709	0,015369	0,007854	0,026301	-0,01093	0,099709	0,0075	0,125605	0	0,24917	-0,23861	0,455033	0,054799	0,18	217,95	0	1	1	1	1	0	1	1	7
BOLIDEN I	4,023889	-0,20454	0,301993	-0,21395	0,009418	0,127273	0,3491	-0,01391	-178606	-0,14742	-0,64261	0,058443	-0,3492	0,59	627,99	0	1	1	0	1	1	1	1	5
2002	BM	ROA	ΔROA	CFO	ACCRUAL	ΔTURN	ΔMARGIN	ΔLEVER	EQ_OFFER_RAW_1	RAW_2	MKT_1	MKT_2	BETA	MV	F_ROA	F_ΔROA	F_CFO	F_ACCRU	F_ΔTURN	F_ΔMARG	F_ΔLEVER	F_EQ_OFF	F_SCORE	
BONG LIU	1,061163	-0,08276	-0,07052	0,06437	-0,14713	-0,04423	-0,0656	-0,08658	4690	-0,60315	-0,36334	-0,48531	-0,61425	0,49	593,89	0	0	1	1	0	0	1	0	3
RNB RETA	1,073432	0,034063	0,199869	0,016014	0,018049	0,092681	0,1166	-0,0153	0	-0,26322	0,815729	-0,14538	0,56482	1,42	142,58	1	1	1	1	0	1	1	1	7
CATELLA A	1,073569	-0,00929	0,017675	0,119302	-0,12859	0,26159	0,0075	0,00325	0	-0,51613	-0,19355	-0,39828	-0,44446	0,72	891,42	1	1	1	1	1	1	0	1	6
BEIJER REF	1,08244	0,043343	0,018703	0,097225	-0,05388	0,080426	0,0075	-0,03553	0	0,029841	0,441783	0,147682	0,190875	0,27	373,46	1	1	1	1	1	1	1	1	8
GEVEKO A	1,083473	-0,10615	-0,1837	0,08076	-0,18691	0,097747	-0,2224	-0,03416	0	-0,05275	0,624085	0,06509	0,373176	0,93	409,5	0	0	1	1	1	0	1	1	5
TELIA COA	1,133196	-0,0423	-0,05705	0,065272	-0,10757	-0,09018	-0,1683	-0,0024	1636921	-0,09076	0,024802	0,02708	-0,22611	0,45	96038,31	0	0	1	1	0	0	1	0	3
INTELLECT	1,137297	-0,03149	-0,05815	-0,04321	0,011723	-0,201	-0,0547	0,126726	-22	-0,58981	-0,357	-0,47197	-0,60791	0,9	179,63	0	0	0	0	0	0	0	1	1
TELE2 AB	1,163941	0,004888	-0,00338	0,095669	-0,09078	0,113523	-0,0085	-0,0747	416	0,296923	0,648481	0,414764	0,397573	1,46	24681,75	1	0	1	1	1	0	1	0	5
KINNEVIK	1,182683	-0,05976	-0,06419	-0,01089	-0,04886	0,017421	-0,5074	-0,13517	0	-0,16602	0,905671	-0,04818	0,654763	1,38	1550,71	0	0	0	1	1	0	1	1	4
SSAB SVEF	1,205963	0,031357	-0,00203	0,111298	-0,07994	0,003121	-0,0024	-0,00942	0	0,042323	0,27235	0,160164	0,021442	0,67	8122,89	1	0	1	1	1	0	1	1	6
ACANDO I	1,279128	0,127117	0,428589	-0,27433	0,401451	-0,21838	0,225	0,01086	8	-0,09988	0,091017	0,017959	-0,19589	2,51	158,21	1	1	0	0	1	0	1	0	3
SAS AB - N	1,282334	-0,00202	0,015078	0,032763	-0,03479	0,097546	0,0187	-0,00473	1342	-0,45556	-0,06258	-0,33772	-0,31349	0,66	11844	0	1	1	1	0	1	1	0	6
FABEGE AI	1,28613	0,04297	0,020514	0,025092	0,017878	0,016428	0,1188	0,125777	0	-0,05654	0,422436	0,061297	0,171528	0,26	4806,61	1	1	1	1	1	0	1	0	1
KNOWIT A	1,301858	-0,01067	0,231083	0,116775	-0,12745	1,019809	0,1776	0,002832	0	-0,02978	2,018463	0,088061	1,767555	1,99	66,83	0	1	1	1	1	1	1	0	1
STUDSVIK	1,305758	-0,00811	0,094646	0,00555	-0,01366	0,121963	0,1448	-0,09714	0	-0,13644	0,886388	0,254281	0,635479	0,31	357,02	0	1	1	1	1	1	1	1	6
RATOS AB	1,309336	0,040672	-0,1																					

2005 BM	ROA	ΔROA	CFO	ACCRUAL	ΔTURN	ΔMARGIN	ΔLEVER	EQ_OFFER	RAW_1	RAW_2	MKT_1	MKT_2	BETA	MV	F_ROA	F_ΔROA	F_CFO	F_ACCRU	F_ΔTURN	F_ΔMARG	F_ΔLEVER	F_EQ_OFF	F_SCORE	
BIOTAGE /	1,1084	-0,04093	0,124536	-0,02082	-0,02011	0,033618	0,221	0,020825	22225	0,019608	0,257843	-0,36236	-0,3891	1,8	666,04	0	1	0	1	1	1	0	0	4
XANO IND	1,109702	0,069883	0,037525	0,108621	-0,03874	-0,08113	0,0607	0,051214	0	0,854158	1,933616	0,472187	1,286673	0,29	247,74	1	1	1	1	0	1	0	1	6
SAS AB - N	1,11005	0,00308	0,036379	0,026676	-0,0236	0,097595	0,035	-0,02105	0	0,587409	1,428702	0,205437	0,781759	0,96	10363,5	1	1	1	1	1	1	1	1	8
TRELLEBOI	1,111085	0,048019	0,032247	0,074572	-0,02655	0,011956	0,0049	-0,0693	1404	0,619131	1,118716	0,23716	0,471773	0,76	9037,19	1	1	1	1	1	1	1	0	7
FASTPART	1,114606	0,091763	0,079482	-0,06224	0,154004	-0,00447	0,8509	-0,24267	0	0,738574	1,31501	0,356603	0,668067	0,34	1058,11	1	1	0	0	0	0	1	1	5
SSAB SVEF	1,160573	0,184984	0,01841	0,129963	0,055021	0,055907	-0,0011	-0,02889	-39121	1,712932	3,604492	1,33096	2,957549	0,64	12221,61	1	1	1	0	1	0	1	1	6
SVENSKA /	1,167414	0,003204	-0,02805	0,06784	-0,06464	-0,03555	-0,0359	-0,02541	155	0,390485	0,495343	0,008514	-0,1516	0,36	48262,96	1	0	1	1	0	0	1	0	4
STRAX - N	1,170866	0,263185	0,162296	-0,00972	0,272908	0,21323	0,2085	0	0	0,840945	-0,09711	0,458974	-0,74406	1,8	676,82	1	1	0	0	1	1	1	1	6
TELE2 AB -	1,179514	0,037253	-0,00494	0,087092	-0,04984	-0,02836	0,0029	0,138456	-152122	0,333078	0,69019	-0,04889	0,043247	1,27	29643,76	1	0	1	1	0	1	0	1	5
RATOS AB	1,191375	0,094646	-0,05562	0,040335	0,054311	0,135094	-0,2077	0,155028	1040	0,787122	2,400254	0,405151	1,753311	0,52	9184,4	1	0	1	0	1	0	0	0	3
BOLIDEN /	1,205251	0,090877	0,036891	0,112819	-0,02194	0,052181	0,0413	-0,09629	0	4,067687	4,818128	3,685716	4,171185	1,43	8536,91	1	1	1	1	1	1	1	1	8
ROTTNERC	1,215444	-0,02433	0,009843	-0,02124	-0,00309	-0,02549	0,0085	-0,00676	0	0,165617	-0,10871	-0,21635	-0,75565	0,72	1253,07	0	1	0	1	0	1	1	1	5
NCC AB - F	1,21606	0,04399	0,011232	0,076403	-0,03241	0,239809	0,005	-0,03441	4841	0,961036	1,175227	0,579065	0,528284	0,69	5579,43	1	1	1	1	1	1	1	0	7
GEVEKO A	1,231916	0,125114	0,046913	0,049257	0,075857	-0,19744	0,0812	-0,03669	0	0,352648	0,995888	-0,02932	0,348945	0,98	595	1	1	1	0	0	1	1	1	6
ORESUND	1,256623	0,265632	0,12778	0,023633	0,242	-0,06858	7,3012	0	0	0,48522	1,020244	0,103248	0,373301	0,34	5829,7	1	1	1	0	0	1	1	1	6
ASPIRO AI	1,301417	0,031955	0,308346	0,110174	-0,07822	0,13237	0,5143	-7E-06	98107	0,3125	-0,125	-0,06947	-0,77194	2,19	338,87	1	1	1	1	1	1	1	0	7
CONCORD	1,306359	0,030502	-0,3983	-0,00795	0,038447	-0,08489	-1,8658	0	0	0,573746	0,464947	0,191775	-0,182	0,71	1355,62	1	0	0	0	0	0	1	1	3
MIDWAY F	1,3076	0,072766	0,026972	0,139874	-0,06711	-0,06656	0,0191	-0,00947	0	0,105253	2,164851	0,670552	1,517908	0,57	429,04	1	1	1	1	0	1	1	1	7
VIKING SU	1,322793	0,099141	0,069322	0,095987	0,003154	-0,06637	0,1051	-0,0633	15632	0,579823	1,702176	0,197851	1,055233	0,4	816,49	1	1	1	0	0	1	1	0	5
ADDNODE	1,324725	0,058426	0,033033	0,07981	-0,02138	-0,01156	0,0357	0,006561	4000	0,508772	0,807018	0,126801	0,160075	2,32	297,43	1	1	1	1	1	0	1	0	5
HOLMEN /	1,362017	0,03942	-0,00669	0,077553	-0,03813	-0,03677	-0,0004	-0,01245	0	0,737209	0,707364	0,355237	0,060421	0,75	11805,27	1	0	1	1	0	0	1	1	5
CATELLA A	1,376771	-0,00445	-0,01901	-0,03725	0,032802	-0,30098	-0,0061	-0,00083	0	0,380286	-0,36644	-0,00169	-1,01339	1,23	687,13	0	0	0	1	0	0	1	1	2
ARCAMP PI	1,398704	-0,3727	0,226179	-0,46672	0,094024	0,00126	0,2145	-0,28213	3993	2,048173	4,046512	1,666201	3,399569	0,8	14,94	0	1	0	0	1	1	1	0	4
DUROC AE	1,531959	0,045704	-0,03003	0,085788	-0,04008	0,052898	-0,0353	0,007323	0	1,092998	0,825628	0,711027	0,178685	0,92	98,45	1	0	1	1	1	0	0	1	5
RORVIK TI	1,619517	0,042519	0,04118	0,075357	-0,03284	0,316046	0,022	-0,2715	0	0,888128	6,100543	0,506157	5,4536	0,37	150,3	1	1	1	1	1	1	1	1	8
KINNEVIK	1,802608	0,123192	0,098661	0,013952	0,10924	-0,23291	0,7927	-0,12483	0	1,03814	1,489179	0,656169	0,842236	1,76	12933,98	1	1	1	0	0	1	1	1	6
LE LUNDB	1,805871	0,034556	0,012817	0,053615	-0,01906	-0,04252	0,0604	0,031801	0	0,305385	0,567933	-0,07659	-0,07901	0,26	11672,49	1	1	1	1	1	0	1	0	6
INVESTME	1,822303	0,062089	-0,08876	0,042971	0,019118	-0,20986	-0,0699	-0,00115	0	0,668496	1,085931	0,286525	0,438988	0,62	4759,39	1	0	1	0	0	0	1	1	4
TRACTION	1,853756	0,239364	0,143143	0,042004	0,197359	-0,18234	0,8265	-0,00137	0	0,747886	0,836935	0,365915	0,189992	0,52	613,62	1	1	1	0	0	1	1	1	6
BURE EQU	1,863467	0,127656	0,131334	0,09026	0,037397	-0,02125	0,0962	-0,32532	14861	0,444949	0,945124	0,062978	0,298181	0,54	996,48	1	1	1	0	0	1	1	0	5
BERGS TIN	1,924123	-0,0064	-0,00531	0,067857	-0,07425	-0,1556	-0,0063	-0,172	7923	0,33579	3,637369	-0,04618	2,990426	0,21	75,15	0	0	1	1	0	0	1	0	3
INDUSTRI	2,309788	0,262257	0,197287	0,022566	0,239691	0,196795	0,5745	-0,08965	0	0,594854	1,08092	0,212883	0,433977	1,1	20879,45	1	1	1	1	0	1	1	1	7
BRINGWEI	2,357139	-0,36181	-0,21494	-0,03101	-0,3308	-0,60306	-0,2046	-0,15556	40201	0,383663	1,586634	0,001692	0,939691	1,32	20,73	0	0	0	1	0	0	1	0	2
INVESTOR	3,164777	0,270083	0,184577	0,004017	0,266066	0,254127	0,2244	-0,11947	0	0,586279	1,055084	0,204308	0,408141	1,04	42360,01	1	1	1	0	1	1	1	1	7
IAR SYSTE	3,367411	0,079345	-0,1168	0,011423	0,067922	-0,43652	-0,0226	0,057164	6773	1,307956	0,851171	0,925985	0,204228	2,57	129,15	1	0	1	0	0	0	0	0	2

Name	BM	ROA	DeL_ROA	CFO	ACC	TURN	MARGIN	LEV	EQ_OFF	BETA	RAW_RET_RAW_RET_MA_RET1y1M_ret2y1M/MV	F_ROA	F_DELROA	F_CFO	F_ACC	F_TURN	F_MARGIN	F_LEV	F_EQOFF			
RUSFORES	1,095598	-0,14349	0,028454	-0,09224	-0,05126	-0,0158	-0,236	0,353842	848	1,11	-0,84445	-0,99447	-0,7715	-1,08801	969,73	0	1	0	0	0	0	2
AURIANT I	1,131269	-0,17649	0,188984	-0,06315	-0,11334	-0,23471	-0,8267	0,017699	1600	0,54	-0,02927	-0,34309	0,043685	-0,43664	272,29	0	1	0	0	0	0	2
AGROKUL	1,153635	-0,0883	-0,0713	-0,15091	0,062609	0,002564	0,3869	0,024073	36853	1,35	-0,14056	-0,59479	-0,0676	-0,68834	952,3	0	0	0	1	1	0	2
GOTENEHI	1,171775	-0,01224	-0,00231	-0,13915	0,126904	-0,18365	0,0006	0,19487	0	1,81	-0,57054	-0,85413	-0,49759	-0,94767	91,1	0	0	0	0	1	0	2
SOTKAMC	5,733705	-0,08061	0,313179	-0,0742	-0,00642	-0,00071	-195,6	0,055236	2606	1,05	-0,48048	-0,45553	-0,40752	-0,54908	324,35	0	1	0	1	0	0	2
ARCTIC GC	1,178112	-0,10008	0,028814	-0,10171	0,001637	-1,6E-05	50,1333	0	3413	3,93	-0,58697	-0,83787	-0,51402	-0,93142	53,6	0	1	0	0	1	1	3
TRENTION	1,25739	-0,06472	0,07157	-0,04838	-0,01634	-0,00442	-0,1005	-0,03579	884	1,09	-0,74274	-0,904	-0,66979	-0,99754	452,87	0	1	0	0	-1	1	3
RORVIK TI	1,57523	-0,12662	0,294994	-0,04205	-0,08457	0,104071	-0,3113	0,065851	1	0,92	-0,11617	-0,82475	-0,04321	-0,9183	267,84	0	1	0	1	1	0	3
CONFIDEN	1,612432	0,073207	-0,07112	-0,11534	0,188544	-0,17013	0,0905	-0,01128	3728	1,09	-0,42593	-0,68519	-0,35297	-0,77873	26,92	0	1	0	0	1	1	3
BERGS TIN	1,714297	-0,05823	0,0913	-0,0668	0,008572	-0,1005	-0,0725	-0,03286	0	1,04	-0,3732	-0,76117	-0,30025	-0,85471	134,17	0	1	0	0	0	1	3
DIOS FAST	1,79152	0,015344	0,027845	0,014566	0,000778	-0,03692	-0,158	0,151001	49171	0,67	-0,17948	0,10218	-0,10652	0,008632	1520,74	1	1	1	0	0	0	3
ONIVA ON	1,897223	-0,2807	0,251458	-0,02006	-0,26064	-0,05823	-0,4244	-0,03488	189	1,14	0	-0,66667	0,027953	-0,76022	66,68	0	1	0	1	0	1	3
DOME ENI	3,051256	-0,16565	-0,21142	-0,09523	-0,07042	0,067585	2,142	0,042609	3760	1,53	-0,08333	0	-0,01038	-0,09355	18,07	0	0	0	1	1	0	3
STRAX - BI	1,095499	-0,04697	0,035053	-0,03096	-0,01601	-0,0008	-1,3698	0	0	0,41	-0,09613	-0,25657	-0,02317	-0,35012	290,07	0	1	0	1	0	1	4
TRACTION	1,147439	-0,02622	0,143514	0,079622	-0,10584	-0,01194	-0,3894	2E-05	-80	0,54	-0,02622	0,15762	0,046735	0,064072	1233,7	0	1	1	1	0	0	4
MULTIQ IN	1,316706	0,007922	-0,15164	-0,01391	0,021829	-0,00854	0,1118	0	0	0,8	-0,17492	-0,36502	-0,10197	-0,45856	39,16	1	0	0	0	1	1	4
FASTIGH	1,379891	0,042786	0,046111	0,021867	0,020919	-0,00676	-0,4417	-0,0155	10050	1,11	0,024638	0,462319	0,097591	0,36877	4837,36	1	1	1	0	0	1	4
ENIRO AB	1,417559	-0,02266	-0,42745	0,039476	-0,06214	0,047754	0,8181	0,067357	3444	1,53	-0,52174	-0,32174	-0,44879	-0,41529	2294,14	0	0	1	1	1	0	4
NORDIC FI	1,559832	-0,00199	-0,00296	0,071861	-0,07385	0,274237	0,0224	0,009263	2276	0,48	-0,17794	-0,33088	-0,10499	-0,42443	143,31	0	0	0	1	1	0	4
KINNEVIK	1,673088	0,093523	0,116277	0,07551	0,016013	-0,01525	-0,8373	-0,04676	25	1,33	-0,0978	0,165148	-0,02485	0,0716	35644,88	1	1	1	0	0	1	4
VIKING SU	1,83973	-0,0696	0,183951	0,018593	-0,0882	-0,0485	-0,3877	-0,09857	54297	0,94	-0,65575	-0,84961	-0,5828	-0,94316	1347,2	0	1	1	1	0	0	4
INVESTOR	2,276726	-0,04334	0,182405	0,02507	-0,06842	0,048148	-4,2417	0,101719	15	0,91	-0,06944	0,376997	0,003515	0,283449	68550,31	0	1	1	1	0	0	4
DRILLCON	0,979641	0,094081	-0,02893	0,234878	-0,1408	0,069439	0,0219	0,018244	800	1,06	0,40962	0,563443	0,482573	0,469895	127,02	0	0	1	1	1	0	5
WALLENS	0,981284	0,025408	0,034704	0,010805	0,014603	-0,0262	-0,5888	-0,04345	-968	1,26	0,035936	0,448619	0,108889	0,35507	10490,25	1	1	1	0	0	1	5
CYBERCON	0,006568	-0,11365	0,142688	0,028561	-0,14221	0,112639	-0,1288	0,038125	0	1,43	-0,40552	-0,74621	-0,33256	-0,83976	747,02	0	1	1	1	0	0	5
IAR SYSTE	1,024862	0,114845	-0,08394	0,184177	-0,06933	0,072594	-0,1792	0,000277	0	0,97	0,99204	0,972788	1,064993	0,879239	235,25	1	0	1	1	0	0	5
FABEGE AI	1,035876	0,037153	0,020839	0,063365	-0,02621	-0,0069	-0,213	0,089094	-755	1,3	-0,13852	0,110341	-0,06556	0,016792	11478,17	1	1	1	1	0	0	5
COREM PF	1,053002	-0,00437	0,073314	0,00874	-0,01311	-0,00529	-1,0087	-0,10233	-935	0,62	-0,16	-0,16	-0,08705	-0,25355	1906,9	0	1	1	1	0	1	5
INDUSTRI	1,075626	-0,27395	0,481787	0,036277	-0,31023	0,01586	-16,0706	0,039309	0	1,46	-0,17656	0,012038	-0,10361	-0,08151	36388,16	0	1	1	1	0	0	5
SVENSKA	1,084399	0,003963	0,035189	0,073361	-0,0694	-0,1706	-0,0442	0,036428	0	0,79	0,192258	0,936897	0,265211	0,843348	56023,57	1	1	1	1	0	0	5
PA RESOU	1,150071	-0,23436	0,205331	0,091272	-0,32563	0,005619	-0,8254	0,056857	0	1,86	-0,64798	-0,98087	-0,57503	-1,07442	2843,14	0	1	1	1	0	0	5
PRECIO FI	1,265453	0,041728	0,013801	0,008457	0,033271	0,10349	-0,0181	0	41	0,31	-0,10635	-0,08828	-0,0334	-0,18183	55,53	1	1	1	0	1	0	5
SHELTON I	1,275305	0,001955	-0,03917	-0,01496	0,016917	0,011398	0,4416	-0,03104	0	1,42	-0,29526	0,077586	-0,22231	-0,01596	198,73	1	0	0	0	1	1	5
ROTTNER	1,394591	-0,11303	0,201557	0,027473	-0,1405	-0,11302	-0,1694	-0,00364	0	0,83	-0,49529	-0,56987	-0,42234	-0,66342	727,09	0	1	1	1	0	0	5
HOLMEN /	1,427072	0,106825	-0,08563	0,056749	0,050077	-0,009	0,172	-0,01942	0	0,68	-0,16431	-0,112	-0,09136	-0,20555	13855,64	1	0	1	0	0	1	5
LE LUNDB	1,698109	0,060029	-0,02962	0,039166	0,020862	-0,00336	0,109	-0,00527	0	0,9	-0,07121	0,094753	0,00174	0,001204	18237,35	1	0	1	0	0	1	5
BLACK EAI	1,869331	-0,13366	0,016319	-0,11763	-0,01602	0,066215	0,2557	0,010258	0	1,07	-0,62222	-0,54074	-0,54927	-0,63429	3364,24	0	1	0	0	1	1	5
SAS AB - B	1,880102	-0,04458	-0,01	-0,01274	-0,03184	0,052069	0,0134	0	0	0,79	-0,58984	-0,30136	-0,51688	-0,39491	6612,89	0	0	0	1	1	1	5
ICA GRUPI	1,006014	0,010078	-0,03952	0,068105	-0,05803	-0,0228	0,143	-0,00125	-256	0,58	-0,0285	0,73661	0,044457	0,643062	8405,36	1	0	1	1	0	1	6
NGS NEXT	1,023325	0,207873	-0,11146	0,193662	0,014211	0,400167	0,0529	-0,03424	0	0,22	0,803878	1,882177	0,876831	1,788629	49,29	1	0	1	0	1	1	6
MIDWAY I	1,025726	-0,01075	0,037161	0,018443	-0,02919	0,029664	-0,0236	-0,01755	0	0,7	-0,35645	-0,49713	-0,28349	-0,59068	549,57	0	1	1	1	0	1	6
STUDSVIK	1,067865	0,016721	-0,0137	0,125861	-0,10914	-0,10647	0,0159	-0,04006	0	0,99	-0,31412	-0,50774	-0,24117	-0,60129	513,66	0	0	1	1	1	1	6
RASTA GR	1,117253	0,033186	-0,01016	0,070484	-0,0373	-0,14215	0,012	-0,12965	0	0,25	0,724138	0,344828	0,797091	0,251279	182,09	1	0	1	1	0	1	6
INTELLECT	1,157899	0,035069	0,007636	0,161676	-0,12661	-0,00665	-0,0055	-0,04092	0	0,57	0,26	-0,17151	-0,38863	-0,09855	-0,48218	193,31	1	1	1	1	1	6
NAXS NOF	1,249283	-0,01697	0,022655	0,012953	-0,02992	0,005508	-4,1095	0	-11	0,31	-0,01667	0,161969	0,05628	0,068421	450	0	1	1	1	0	1	6
SCANDBO	1,252602	0,15674	-0,14113	0,132009	0,024731	0,216041	0,1388	-0,05352	0	0,52	-0,46553	-0,6524	-0,39258	-0,74595	104,23	0	0	1	0	1	1	6
DUROC AE	1,421072	0,035654	-0,0994	0,081415	-0,04576	0,288135	0,0632	0,048062	0	0,96	-0,02065	-0,32976	0,052308	-0,42331	134,69	1	0	1	1	1	0	6
OPUS GRC	1,823645	-0,01609	0,014427	0,109942	-0,12603	0,065725	-0,0198	-0,06179	0	1,08	1,102869	6,843712	1,175822	6,750163	131,28	0	1	1	1	0	1	6
CONCORD	2,245845	0,022564	0,000668	0,078921	-0,05636	0,004749	-0,0051	0,036459	0	0,81	-0,24733	-0,33885	-0,17438	-0,4324	791,51	1	1	1	1	0	0	6
BRINGWE	1,005832	0,027245	-0,0023	0,063148	-0,0359	0,054491	0,0018	-0,04085	0	0,85	-0,22238	-0,21366	-0,14943	-0,30721	531,94	1	0	1	1	1	1	7
XANO IND	1,007065	0,077505	-0,01676	0,159196	-0,08169	0,172106	0,0023	-0,05904	0	0,86	0,100506	0,364413	0,173459	0,270864	495,41	1	0	1	1	1	1	7
MQ HOLDI	1,013636	0,046999	-0,00277	0,062909	-0,01591	0,039491	0,0018	-0,02248	0	1,35	0,136689	-0,31669	0,209642	-0,41024	815,63	1	0	1	1	1	1	7
PARTNERI	1,017647	0,004542	-0,02017	0,110697	-0,10615	0,224307	0,0112	-0,00961	0	1,14	-0,07825	-0,48054	-0,0053	-0,57409	453,41	0	0	1	1	1	1	7
CONSILIU	1,142231	0,016963	-0,00488	0,057456	-0,04049	0,																

Name	BM	ROA	Del_ROA	CFO	ACC	TURN	MARGIN	LEV	EQ_OFF	BETA	RAW_RET	RAW_RET_MA	RET1_MA	RET2_MA	MV	F_ROA	F_DELROA	F_CFO	F_ACC	F_TURN	F_MARGIN	F_LEV	F_EQOFF	F_SCORE	
WALLENS	1,151079	0,061737	-0,03633	0,008842	-0,002895	0,001355	0,6088	-0,08713	-3600	0,398367	0,646122	0,218763	0,211432	1,16	10329,56	1	0	1	0	1	1	1	1	6	
SAGAX AB	1,153831	0,036681	-0,02396	0,038438	-0,00176	-0,00366	0,2948	-0,07991	12748	0,402789	0,897167	0,223185	0,462478	1,15	2421,74	1	0	1	0	1	1	1	1	0	5
NORDIC FI	1,156464	-0,35534	0,35335	-0,22214	-0,3332	0,070981	-0,2493	0,02899	11738	-0,18605	-0,11002	-0,36565	-0,54471	0,6	117,79	0	1	0	1	1	0	0	0	3	
NOTE AB	1,156664	0,022524	0,041263	0,175161	-0,15264	-0,13807	-0,0203	0,001838	0	-0,06832	0,146772	-0,24792	-0,28792	0,95	225,21	1	1	1	1	0	0	0	0	1	5
SAAB AB	1,164328	0,053078	0,017082	0,001878	0,0412	0,01437	-0,0296	-0,03651	4417	0,313109	0,880006	0,133505	0,445317	1,01	12011,23	1	1	1	1	0	1	0	1	0	5
BULTEN AI	1,167939	0,024038	0,040578	0,041438	-0,0174	-0,08271	-0,0229	0,012813	0	-0,28796	0,965217	-0,46756	0,530528	1,38	883,69	1	1	1	1	0	0	0	0	1	5
FABEGE AI	1,21394	-0,00261	0,039763	0,014981	-0,01759	-0,00213	-0,6796	-0,09743	1330	0,288869	0,738587	0,109265	0,303898	1,28	9394,23	0	1	1	1	0	1	0	1	0	4
DUROCAE	1,217992	-0,03253	0,068183	-0,02649	-0,00606	-0,28937	-0,041	0,059846	0	-0,31563	-0,20055	-0,49524	-0,63524	1,02	131,9	0	1	0	1	0	0	0	0	1	3
B&B TOOL	1,228667	0,041401	-0,00487	0,020792	0,020659	0,045441	0,0031	-0,10759	0	0,404811	1,195397	0,225207	0,760707	1,85	1634,82	1	0	1	1	0	1	1	1	1	6
BRINGWEI	1,256875	-0,01111	0,03835	0,067534	-0,07864	0,026687	-0,0572	-0,2154	0	0,011215	-0,19439	-0,16839	-0,62908	0,63	413,16	0	1	1	1	0	1	0	1	1	6
DIOS FAST	1,270664	0,035139	-0,0198	0,025697	0,009442	0,04044	0,0201	-0,2737	0	0,343266	0,853979	0,163662	0,419289	0,63	2428,7	1	0	1	0	1	1	1	1	1	6
MELKER SI	1,273032	0,331593	-0,51225	0,012837	0,318756	-0,00051	30,4463	-0,05462	1969	0,495405	1,043693	0,315801	0,609004	1,32	20485,84	1	0	1	0	1	0	1	1	0	4
COREM PF	1,275902	0,015935	-0,0203	0,026414	-0,01048	0,003632	0,2624	-0,01636	-89	0	0,285714	-0,1796	-0,14898	0,76	1631,78	1	0	1	1	1	1	1	1	1	7
FORMPPIF	1,299335	0,024867	0,050782	0,062765	-0,0379	-0,06216	-0,063	0,415988	23882	-0,19307	-0,24731	-0,37267	-0,682	0,29	184,73	1	1	1	1	0	0	0	0	0	4
CONFIDEN	1,312293	-0,27503	0,348236	-0,08436	-0,19067	-0,17312	-0,3434	0,020676	7381	-0,45161	-0,58065	-0,63122	-1,01533	0,84	29,15	0	1	0	1	0	0	0	0	0	2
BURE EQU	1,317071	-0,06105	0,038422	-0,00443	-0,05662	0,017304	-0,1183	-0,00544	-255	0,248486	0,634571	0,068882	0,199881	0,79	1587,1	0	1	0	1	1	0	1	1	1	5
RNB RETA	1,317945	-0,18257	-0,03155	-0,002	-0,18057	0,148131	0,0323	0,090606	0	-0,76778	-0,831	-0,94738	-1,26568	2,63	476,42	0	0	1	1	1	1	0	1	4	
TRACTION	1,32681	0,118069	-0,14429	0,065208	0,052861	0,006391	0,3968	0,009623	-245	0,188788	0,42547	0,009184	-0,00922	0,55	1175,3	1	0	1	0	1	1	0	1	5	
MULTIQ IN	1,342882	-0,14915	0,157075	-0,01533	-0,13382	-0,02365	-0,1129	0	0	-0,2304	-0,16844	-0,41	-0,60313	0,7	32,3	0	1	0	1	0	0	1	1	1	4
ROBERT FI	1,353693	0,033398	-0,46321	0,154067	-0,12067	-0,67273	0,0475	0	0	0,874576	0,75	0,694972	0,31531	1,36	10,2	1	0	1	1	1	1	1	1	1	6
KUNGSLEE	1,370536	0,017006	0,005817	0,027014	-0,01001	-0,00255	-0,0623	0,093217	0	0,125705	0,345137	-0,0539	-0,08955	1,18	5637,53	1	1	1	1	0	0	0	0	1	5
NAXS NOF	1,376988	0,090029	-0,107	-0,00079	0,090821	-0,00359	22,1019	0	-65	0,181671	0,478401	0,002068	0,043712	0,46	442,5	1	0	0	0	0	1	1	1	1	4
MERTVA	1,386153	-0,12253	0,31993	-0,13275	0,010224	-0,51342	-48,3013	0	0	0,847229	1,095028	0,667626	0,660339	0,75	295,48	0	1	0	0	0	0	1	1	1	3
BILLERUD	1,386512	-0,027385	0,045789	0,040531	-0,01315	-0,37109	-0,01	0,229035	78371	0,295167	0,975975	0,115563	0,541285	1,53	6814,25	1	1	1	1	0	0	0	0	0	4
STUDSVIK	1,391302	-0,03879	0,055507	0,001205	-0,03995	0,074867	-0,057	0,032837	0	-0,2923	0,172286	-0,4619	-0,2624	1,07	343,54	1	1	1	1	1	0	0	0	1	5
CONSILIU	1,415822	0,002218	0,014745	0,002588	-0,00037	-0,10867	-0,0108	0,28147	0	0,142127	0,689735	-0,03748	0,255046	0,5	167,32	1	1	1	1	0	0	0	0	1	5
PRECIO FI	1,416521	0,045076	-0,00335	0,087555	-0,04248	0,182855	-0,004	0	4	0,02022	0,228769	-0,15938	-0,20592	0,21	49,88	1	0	1	1	1	1	0	1	0	5
NEW WAV	1,436814	0,001245	0,040737	0,078643	-0,0774	-0,00305	-0,0455	-0,05043	0	0,223361	0,589747	0,043757	0,155057	2,2	1346,26	1	1	1	1	0	0	1	1	1	6
EMPIRE AI	1,456492	0,209429	-0,20455	0,304987	-0,09556	0,179736	0,2195	-0,00618	34	-0,41309	-0,67177	-0,59269	-1,10646	1,07	46,84	1	0	1	1	1	1	1	1	0	6
GOTENEH	1,461008	-0,06581	0,05357	-0,05823	-0,00758	-0,19556	-0,0801	-0,01585	-1280	-0,66033	-0,37246	-0,83993	-0,80715	1,87	39,11	0	1	0	1	0	0	1	1	1	4
ALLENEX	1,4768	0,013321	-1,25806	-0,02906	0,042379	0,144665	5,0903	-0,09905	0	1,395349	0,957364	1,215745	0,522675	1,52	150,36	1	0	0	0	1	1	1	1	1	5
MIDWAY F	1,547347	-0,01053	-0,00021	0,017771	-0,02831	-0,00472	0,0002	8,26E-05	0	-0,21861	-0,18605	-0,39821	-0,62074	0,69	345,49	0	0	1	1	0	1	0	1	1	4
CATELLA P	1,564202	-0,00411	0,006699	-0,02933	0,02522	0,090565	-0,0368	0,054225	0	-0,27397	-0,10958	-0,45357	-0,54427	0,52	577,93	0	1	0	1	0	1	0	0	1	3
PA RESOU	1,588893	-0,31029	0,075928	0,132321	-0,44261	0,069129	0,0672	-0,26787	23432	-0,94567	-0,98439	-1,12527	-1,41908	1,71	1000,84	0	1	0	1	1	1	1	1	0	6
INDUSTRI	1,667074	0,160462	-0,43441	0,023669	0,134092	0,000199	10,5115	0,008913	0	0,229038	0,463141	0,049434	0,028452	1,48	2905,1	0	0	1	0	1	1	1	0	1	5
FASTIGH	1,671759	0,048735	-0,00595	0,019125	0,02961	-0,01018	0,149	0,008238	0	0,427157	1,538897	0,247553	1,104207	1,11	4958,29	1	0	1	0	0	1	1	0	1	4
KAROLINS	1,707152	-0,0961	-0,05487	-0,09582	-0,00028	-0,00073	12,3887	-0,00097	-150	0,384615	0,201923	0,205012	-0,23277	0,58	978,19	0	0	0	0	1	0	1	1	1	4
KLOVERN	1,710878	0,014247	0,016797	0,029922	-0,01568	0,005288	-0,1673	0,084377	9197	0,316587	0,667476	0,136983	0,232787	0,93	3913,79	1	1	1	1	1	0	0	0	0	5
SSAB SVET	1,741838	0,000259	0,024607	0,080275	-0,08002	-0,07713	-0,0345	0,028673	-35	-0,29623	-0,1592	-0,47583	-0,59389	1,44	16516,53	1	1	1	1	0	0	0	0	1	5
BONG LIU	1,763326	-0,02739	0,019314	-0,00085	-0,02654	0,019502	-0,013	-0,00134	0	-0,38236	-0,83992	-0,56196	-1,27461	1,38	237,74	0	1	0	1	0	1	0	1	1	5
CYBERCO	1,826829	-0,03993	-0,07371	-0,07577	0,035839	-0,04822	0,0588	0,003357	81761	-0,57309	-0,40023	-0,75269	-0,83492	1,36	443,88	0	0	0	0	1	0	0	1	0	1
GUIDELIN	1,845922	0,130662	-0,28534	0,120145	0,010517	0,112452	0,4459	-0,01638	0	1,088	0,24192	0,908396	-0,19277	1,18	68,3	1	0	1	0	1	1	1	1	1	6
KINNEVIK	1,87503	0,00781	0,085714	0,125803	-0,11799	-0,10632	-0,4382	-0,05548	0	0,291451	0,810839	0,111847	0,376149	1,18	31238,39	1	1	1	1	0	0	1	1	1	6
HOLMEN F	1,876609	0,050022	0,056804	0,060847	-0,01082	-0,04912	-0,1082	-0,04564	0	0,06259	0,399303	-0,11701	-0,03539	0,66	11090,72	1	1	1	1	0	0	1	1	1	6
ARCTIC GC	1,898719	-0,08054	-0,01953	-0,09921	0,018669	8,98E-05	137,44	0	0	0,60745	-0,81293	-0,78706	-1,24762	3,24	30,72	0	0	0	0	1	1	1	1	1	4
SHELTON I	1,930503	0,073784	-0,07183	0,010249	0,063535	0,173715	0,2482	0,001504	-8847	0,529052	0,363914	0,349448	-0,07078	1,45	140,16	1	0	1	0	1	1	0	0	1	5
SENSORI F	1,954508	-0,14959	0,061665	0,26677	-0,41636	0,003562	-0,1149	0,009404	44	-0,27186	0,251366	-0,45146	-0,18332	0,77	25,08	0	1	1	1	1	0	0	0	0	4
SCANDBO	1,974855	-0,18392	0,340661	0,044025	-0,22795	-0,1288	-0,3502	-0,04116	0	-0,34964	-0,09784	-0,52924	-0,53253	0,82	48,24	0	1	1	1	0	0	0	1	1	5
TRENTION	2,003307	-0,42186	0,357144	-0,0771	-0,34476	-0,31501	-0,8449	-0,04415	1275	-0,62682	-0,73969	-0,80643	-1,17438	1,16	242,12	0	1	0	1	0	0	1	0	3	0
LAMMHUI	2,123453	0,009251	-0,00052																						

Name	BM	ROA	DeL.ROA	CFO	ACC	TURN	MARGIN	LEV	EQ_OFF	BETA	RAW_RET	RAW_RET.MA	RET1y	MA_ret2y	MV	F_ROA	F_DELROA	F_CFO	F_ACC	F_TURN	F_MARGIN	F_LEV	F_EQOFF	F_SCORE
NOTE AB (1,268954	0,001233	0,021291	0,007982	-0,00675	-0,07982	-0,0116	0,002654	0	0,94	0,230862	0,783642	0,014615	0,259552	187,67	1	1	1	1	0	0	0	1	5
RUSFORES	1,296547	-0,3511	-0,46402	-0,11696	-0,23414	0,057127	1,2357	-0,24054	123651	0,91	-0,36842	-0,42105	-0,58467	-0,94514	382,9	0	0	0	1	1	1	1	1	4
NEW WAV	1,309017	0,045215	-0,04397	0,08659	-0,04137	0,010084	0,045	-0,0442	0	2,28	0,299491	0,327192	0,083244	-0,1969	1588,13	1	0	1	1	1	1	1	1	7
MIDSONA	1,311828	0,045133	-0,01438	0,077876	-0,03274	0,043468	0,0154	-0,05506	0	0,7	0,545518	0,428386	0,329271	-0,0957	541,23	1	0	1	1	1	1	1	1	7
GOTENEHI	1,323429	-0,02992	-0,03589	0,175633	-0,20556	0,118811	0,0639	-0,00475	75164	1,72	0,84749	0,69305	0,631243	0,16896	81,17	0	0	1	1	1	1	1	1	5
ALM EQUI	1,336261	0,037924	0,014598	-0,02273	0,006057	-0,14982	0,0194	0	0	2,177	0,75	1,243886	2,854613	1,027639	2,330522	416,33	1	1	0	0	1	1	1	4
KUNGSLEI	1,364017	0,037583	-0,02058	-0,20269	0,240273	-0,05286	0,293	-0,17198	0	1,28	0,194929	0,492337	-0,02132	-0,03175	6197,19	1	0	0	0	1	1	1	1	4
KAROUNIS	1,37833	0,104005	-0,3001	-0,04327	0,147274	0,000476	41,2425	0,004592	-94	0,38	-0,13194	-0,53514	-0,34819	-1,10923	1354,41	1	0	0	0	1	1	1	0	4
ORESUND	1,384991	0,247028	-0,09982	0,040077	0,206952	-0,10294	4,8824	0	-650	0,69	0,691361	1,197066	0,475114	0,672795	2420,63	1	0	1	1	1	1	1	1	5
KLOVERN	1,475068	0,032025	-0,01778	0,02604	0,005985	-0,00988	0,19	-0,07668	2942	0,93	0,266514	0,807833	0,050267	0,283743	4879,74	1	0	1	0	0	1	1	0	4
SHELTON I	1,486015	0,021308	0,052476	0,006592	0,014716	-0,0451	-0,1522	-0,0603	1522	1,43	-0,108	-0,482	-0,32425	-1,00609	214,43	1	1	1	0	0	0	1	0	4
KOPY GOL	1,493589	-0,67308	0,570634	-0,02799	-0,64509	0,009014	-14,8304	0	6744	0,69	-0,48505	-0,7619	-0,7013	-1,286	58,73	0	1	0	1	1	0	1	0	4
ARISE AB -	1,495755	0,00892	-0,01401	0,036604	-0,02768	0,001998	0,2017	-0,026	0	0,88	0,05635	-0,22583	-0,1599	-0,74992	829,02	1	0	1	1	1	1	1	1	7
JLT MOBIL	1,516557	0,020876	-0,09399	-0,0724	0,093276	-0,07403	0,0596	0	0	0,85	1,69898	2,352041	1,482733	1,82795	19,94	1	0	0	0	0	1	1	1	4
COREM PF	1,560958	0,04896	-0,03303	0,033035	0,015925	-0,00199	0,4509	0,150906	-5087	0,43	0,285714	0,571429	0,069467	0,047338	1540,7	1	0	1	0	0	1	0	1	4
PRECIO FI!	1,574444	0,029021	0,016055	0,050686	-0,02166	-0,02758	-0,0113	0	0	0,19	0,204417	1,523783	-0,01183	0,999692	45,43	1	1	1	1	0	0	1	1	6
FASTIGHET	1,582555	0,057854	-0,00912	0,01671	0,041144	-0,00958	0,2371	-0,02943	0	1	0,778989	2,181368	0,562742	1,657277	7074,63	1	0	1	0	0	1	1	1	5
IMAGE SY!	1,668226	-0,16977	-0,14092	-0,19583	0,026061	-0,07148	0,1481	-0,0778	9674	0,76	-0,66667	-1	-0,88291	-1,52409	40,58	0	0	0	0	0	1	1	0	2
KINNEVIK	1,686238	0,125664	-0,11785	0,170302	-0,04464	-0,00027	5,1877	0,000688	135	1,21	0,402174	0,815867	0,185927	0,291776	38711	1	0	1	1	0	1	0	0	4
ICA GRUPP	1,693135	0,137611	-0,10365	0,051507	0,086103	1,707425	0,0026	0,154085	29528	0,6	0,377838	1,020165	0,161591	0,496075	13798,67	1	0	1	0	1	1	0	0	4
CREADES I	1,705081	-0,26073	-0,29499	-0,08424	0,344971	0,221932	1,1588	0,052577	-8349	1,11	0,474646	0,793784	0,255669	0,255669	1585,25	1	0	0	1	1	1	1	0	4
KOLVIS VIN	1,705438	0,091594	-0,07381	0,286567	-0,19497	-0,4668	0,1021	-0,09523	0	0,89	0,449634	0,851857	0,233387	0,327767	564,55	1	0	1	1	1	0	1	1	6
MQ HOLDI	1,72212	0,035929	0,000452	0,032768	0,003161	-0,06231	0,0027	-0,04571	0	0,92	0,899593	1,92421	0,683346	1,40012	506,25	1	1	1	0	0	1	1	1	6
CATENA A	1,725702	0,027918	0,195548	0,036221	-0,00083	0,074768	-7,3118	0,618955	13630	0,87	0,320131	0,752562	0,103885	0,228472	948,29	1	1	1	1	1	0	0	0	5
INDUSTRI	1,735508	0,152601	0,007861	0,014971	0,13763	-0,00422	0,2041	-0,03938	5499	1,49	0,190477	0,520793	-0,02577	-0,00033	34157,08	1	1	1	0	0	1	1	0	5
AGROKUL	1,743718	-0,21752	0,15164	-0,01556	-0,20196	-0,07978	-0,3012	-0,04603	0	0,73	-0,37009	0,038393	-0,58634	-0,4857	540,74	0	1	0	1	0	0	1	1	4
LIGHTLAB	1,823609	-0,2719	-1,30921	-0,073	-0,19891	-0,00338	27,7117	-0,03209	14334	0,24	-0,50926	-0,91667	-0,72551	-1,44076	27,05	0	0	1	1	0	1	1	0	3
MIDWAY I	1,824755	-0,01137	0,000837	0,002093	-0,01346	0,013123	-0,0005	0,002285	0	0,8	0,041664	-0,01786	-0,17458	-0,54195	269,96	0	1	1	1	0	0	1	1	5
MULTIQ IN	1,844257	-0,43226	0,283109	-0,11962	-0,31264	-0,09133	-0,3782	0	61261	0,7	0,080503	0,745912	-0,13574	0,221821	24,87	0	1	0	0	0	1	0	1	3
BULTEN AI	1,854432	0,045173	-0,02113	0,111833	-0,06666	-0,03044	0,0146	-0,02029	0	1,29	1,759981	2,606388	1,543734	2,082298	587,02	1	0	1	1	0	1	1	1	6
HOLMEN I	1,855359	0,019346	0,030675	0,05472	-0,03537	-0,04216	-0,06	0,026951	0	0,59	0,31688	0,64087	0,100633	0,116779	11239,84	1	1	1	1	0	0	0	1	5
RORVIK TI	1,856784	-0,11858	-0,07403	-0,10155	-0,01703	-0,13666	0,0338	0,100851	147858	0,76	0,81768	0,783599	0,601521	0,259509	230,07	0	0	1	1	0	1	0	0	2
EMPIRE AI	1,865937	-0,17952	0,388949	-0,12938	-0,05014	0,397126	-0,3877	0	26	0,98	-0,44075	-0,81112	-0,657	-1,33521	27,49	0	1	0	1	1	0	1	0	4
DOME ENI	1,882783	-0,17854	0,244361	-0,04317	-0,13547	-0,06422	-2,2859	-0,04479	5030	1,51	2,75	1,333333	2,533753	0,809243	43,16	0	1	0	1	0	0	1	0	3
PARTNER I	1,881981	0,005975	-0,01311	0,029119	-0,05704	-0,00301	0,0065	-0,01375	0	0	1,13	0,397218	0,23362	0,170971	-0,29047	235,57	1	0	1	1	1	1	1	6
INTELLECT	1,991259	0,144351	-0,25459	-0,09157	0,235922	-0,54626	0,2969	-0,03999	122	0,1	0,858376	0,61594	0,64213	0,091849	108,86	1	0	0	0	0	1	1	0	3
DUROC AE	1,99946	-0,01422	-0,0183	0,044988	-0,05921	0,024832	0,0101	0,025679	0	1,12	0,168154	0,488302	-0,04809	-0,03579	76,77	0	0	1	1	1	1	1	0	5
LE LUNDB	2,070728	0,031236	0,004671	0,041226	-0,00999	-0,03115	-1E-04	0,019828	0	0,83	0,219936	0,597204	0,003689	0,073113	19197,61	1	1	1	1	0	0	0	1	5
LE LUNDB	2,070728	0,031236	0,004671	0,041226	-0,00999	-0,03115	-1E-04	0,019828	0	0,83	0,219936	0,597204	0,003689	0,073113	19197,61	1	1	1	1	0	0	0	1	5
CATELLA A	2,154483	-0,00641	0,002308	0,040233	-0,04665	0,024125	-0,0074	0,003962	0	0,46	0,226416	2,113197	0,010169	1,589106	419,59	0	1	1	1	0	0	0	1	5
BERGS TIV	2,163442	-0,05257	-0,01195	0,06083	-0,1134	-0,0396	0,0109	-0,06245	69260	0,99	1,381	0,992	1,164753	0,46791	121,71	0	0	1	1	1	1	1	0	4
ONIVA ON	2,175206	0,149296	-0,54874	-0,02901	0,17831	0,151062	1,0306	0,009109	5607	1,22	1	-1	0,783753	-1,52409	131,88	1	0	0	0	1	1	0	0	3
LAMMHUL	2,258175	0,016448	-0,0072	0,056888	-0,04044	-0,02069	0,0098	0,046949	0	0,64	0,540158	0,829736	0,323912	0,305646	164,51	0	1	0	1	1	0	1	0	5
ELANDERS	2,304469	0,030294	-0,00947	0,055033	-0,02521	-0,02023	0,0103	0,171011	0	1,39	1,092904	1,619062	0,876658	1,094971	450,67	1	0	1	1	0	1	0	1	5
NISCHER F	2,317376	0,021245	-0,11928	0,089842	-0,06886	0,409713	0,0505	-0,11672	0	0,7	0,064516	0,967742	-0,15173	0,443651	12,93	1	0	1	1	1	1	1	1	7
ENIRO AB	2,337442	0,029186	-0,00053	0,060511	-0,03132	-0,00196	0,0021	-0,02521	0	1,64	2,314103	-0,77564	0,2097856	-1,29973	1562,82	1	0	1	1	0	1	1	1	6
HUBBR AB	2,352179	-0,07911	-0,23952	0,010204	-0,08931	-0,26701	0,0756	0	-45	0,37	3,118186	2,117704	2,901939	1,593613	4,99	0	0	1	1	0	1	1	1	5
SSAB SVEN	2,384455	-0,01928	0,019541	0,031384	-0,05967	-0,02644	-0,0308	-0,01847	35	1,49	0,1947	0,06877	-0,02155	-0,45532	11376,18	0	1	1	1	0	0	1	1	4
SAS AB - B	2,398505	0,005072	-0,03776	0,029294	-0,04242	0,016991	0,0316	0	0	0,64	-0,01025	0,146516	-0,22649	-0,37757	4622,45	0	0	1	1	1	1	1	1	7
AVTECH S!	2,465632	-0,42	-0,06499	-0,38757	-0,03243	0,058554	0,1369	-0,00582	24916	-0,26	0,783862	7,05105	0,567615	6,526959	6,44	0	0	0	1	1	1	1	0	4
CYBERCON	2,470854	0,034329	-0,07426	0,068837	-0,03451	-0,0																		

Name	BM	ROA	Del.ROA	CFO	ACC	TURN	MARGIN	LEV	EQ_OFF	BETA	RAW_RET	RAW_RET	MA_RET1	MA_ret2	MV	F_ROA	F_DELROA	F_CFO	F_ACC	F_TURN	F_MARGIN	F_LEV	F_EQOFF	F_SCORE	
MACKMYF	1,017152	-0,09475	0,025845	-0,07245	-0,0223	-0,04139	-0,2483	0,00579	1789	0,24	-0,41466	-0,43545	-0,66777	-0,59552	133,87	0	1	0	1	0	0	0	0	2	
KAROLINS	1,399608	-0,21973	0,323732	-0,06337	-0,15636	-0,00205	-94,55	0,008086	4853	0,55	-0,52208	-0,70992	-0,77519	-0,86999	1175,71	0	1	0	1	0	0	0	0	2	
TRENTION	3,375741	-0,01144	-0,10166	-0,03462	0,023183	0,021715	0,2045	0,000385	344	1,07	0,7312	0,8112	0,478091	0,651125	140,16	0	0	0	0	1	1	1	0	2	
LIGHTLAB	1,160135	-0,18111	-0,09079	-0,15872	-0,02239	-0,01548	2,0924	-0,01011	23099	0,31	-0,83019	-0,37736	-1,0833	-0,53743	55,52	0	0	0	0	1	0	1	1	0	3
NEW WAV	1,16302	0,03432	0,010896	-0,05536	0,089675	-0,03326	-0,0051	0,099428	-1000	2,11	0,021316	-0,11886	-0,23179	-0,27894	2051,98	1	1	0	0	0	0	0	1	3	
EOLUS VIA	1,197965	0,005681	0,085912	-0,25275	0,258435	-0,45024	-0,0953	0,022088	0	0,92	0,277465	-0,03387	0,024356	-0,19394	781,87	1	1	0	0	0	0	0	1	3	
HEMFOSA	1,235636	0,0375	-0,02401	0,026841	0,010659	-0,01024	0,4002	0,026098	84798 #NA	0	0,805449	0,70667	0,55234	0,546596	7032,04	1	0	1	0	0	1	0	0	3	
KUNGSLEF	1,258115	-0,0259	0,063485	0,009475	-0,03538	-0,00367	-0,7185	0,40284	37493	1,18	0,248892	0,17694	-0,00422	0,016865	7234,61	0	1	1	1	0	0	0	0	3	
CONFIDEN	1,27395	-0,25131	0,206767	-0,15431	-0,097	0,040518	-0,1662	0,017833	21333	0,22	-0,76923	-0,53846	-1,02234	-0,69854	24,22	0	1	0	1	1	0	0	0	3	
CREADES /	1,634579	0,135005	0,125725	-0,00707	0,142077	-0,13186	-0,0234	0,002934	-1617	1,12	0,206923	0,16377	-0,04619	0,003695	1725,26	1	1	0	0	0	0	0	1	3	
STENDORI	0,23619	0,012538	0,214129	-0,01704	0,029575	-0,87619	1,0095	0,034921	17993	1,14	0,615173	0,690743	0,358464	0,530669	80,05	1	1	0	0	0	1	0	0	3	
BRINGWEI	0,980621	-0,37156	0,353943	-0,01516	-0,35639	-0,06694	-0,3915	0	0	0,4	0,006961	0	-0,24615	-0,16007	333,11	0	1	0	1	0	0	1	1	4	
GRESUND	0,987558	0,191563	0,055465	0,074104	0,117459	-0,00688	-0,9751	0	648	0,84	0,298993	0,735203	0,045883	0,575128	3659,35	1	1	1	0	0	1	1	0	4	
COPPERST	1,124988	-0,34689	0,042477	-0,25488	-0,09201	0,002771	1,7462	0,035501	3765	0,98	-0,53659	-0,22997	-0,78969	-0,39004	20,76	0	1	0	1	1	1	0	0	4	
FASTIGHET	1,133208	0,077865	-0,02001	0,03449	0,043374	0,00549	0,2576	0,024458	2860	0,94	0,788301	1,458496	0,535191	1,298421	12584,68	1	0	1	1	1	1	0	0	4	
VICTORIA	1,21742	0,051125	0,089574	0,008743	0,043882	-0,00205	-2,2081	-0,05059	15311	-0,63	0,489583	1,830005	0,236474	1,66993	1267,85	1	1	0	0	0	0	0	1	4	
VENUE RE	1,223029	-0,08535	0,132491	0,037281	-0,12263	-0,14475	-0,0851	0,055962	-6393	1,06	-0,3125	-0,6875	-0,56561	-0,84757	204,79	0	1	1	0	0	0	0	1	4	
NORDIC IV	1,234011	0,186585	-1,2124	0,315242	-0,12866	-0,23185	4,2207	0,171712	120467	0,59	-0,65584	-0,75974	-0,90895	-0,91981	378,21	1	1	1	0	1	0	0	0	4	
PARTNER1	1,305157	-0,04311	0,048984	-0,03721	-0,0059	-0,14428	-0,0275	-0,01323	0	0,99	-0,11072	0,383275	-0,36383	0,223201	320,42	0	1	0	0	0	0	1	1	4	
KINNEVIK	1,56494	0,242792	-0,11713	0,012842	0,229949	-0,00748	11,2848	0,00204	42	1,04	0,295037	0,066891	0,041927	-0,09318	53788,63	1	0	1	0	1	1	0	0	4	
MIDWAY I	1,609784	-0,03622	0,024847	0,02583	-0,06205	-0,02536	-0,0149	0,063434	0	0,66	-0,05714	-0,06857	-0,31025	-0,22864	281,21	0	1	1	1	0	0	0	1	4	
KLOVERN	1,684656	0,036768	-0,00474	0,026628	0,01014	-0,00194	0,0977	-0,231	839898	0,73	0,427409	0,496115	0,174299	0,33604	5928,97	1	0	1	1	0	1	1	0	4	
AGROMIN	1,697768	-0,09002	-0,00263	0,00296	-0,09297	-0,03653	-0,0037	-0,15772	0	0,6	-0,42809	-0,85552	-0,6812	-1,01559	233,33	0	0	1	1	0	0	1	1	4	
ENDOMIN	1,731709	-0,08182	-0,08613	0,02657	-0,10839	0,031658	0,183	0,047868	3057	1,27	-0,71186	-0,63182	-0,96497	-0,79189	183,51	0	0	1	1	1	0	0	1	4	
INVESTOR	2,278073	0,157164	0,012307	0,027849	0,129315	0,0069	-0,2113	0,005836	496	0,96	0,397309	0,244363	0,1442	0,084288	114554,3	1	1	1	1	0	0	0	0	4	
SSAB SVET	2,229394	-0,01585	-0,00344	0,019675	-0,03552	0,046636	0,0011	0,010681	225311	1,55	-0,10541	-0,4023	-0,35852	-0,56238	13591,22	0	1	1	0	1	1	0	0	4	
AMASTEN	1,783047	0,028477	-0,04999	0,004334	0,024143	-0,04374	0,7157	-0,4037	82466	0,83	-0,30326	-0,22055	-0,55637	-0,38063	67,85	1	0	1	0	0	1	1	0	4	
ENERGY	1,063446	-0,38709	-1,46348	-0,00085	-0,47856	0,11543	43,8664	0	-339	1,16	0,11763	-0,44683	-0,57186	310,01	0	0	1	1	0	0	1	1	0	4	
PRICER AB	1,021283	-0,07782	0,083857	0,01897	-0,09679	0,079181	-0,1033	0	1	1,17	0,366446	0,538631	0,113336	0,378557	645,94	0	0	1	0	0	0	1	0	5	
ACANDO /	1,033895	0,017132	0,032294	0,04804	-0,03091	-0,07507	-0,0188	0	32226	0,41	0,084227	0,407906	-0,16888	0,247831	1028,12	1	1	1	1	0	0	0	1	5	
RECIPIHAR	1,059174	0,029907	0,023234	0,047455	-0,01755	-0,5099	0,018	0,228057	16466 #NA	0,85	0,160685	0,575202	0,562976	0,415127	2012,2	1	1	1	1	0	0	0	1	5	
SAS AB - B	1,067122	-0,02609	0,031159	0,038846	-0,06493	0,016635	-0,0236	0	2119	0,73	0,158385	0,654244	-0,09472	0,49417	4573,1	0	1	1	1	1	0	1	0	5	
DRILLCON	1,115883	0,051215	-0,02039	0,10128	-0,05007	-0,13933	0,0211	0,008384	0	0,34	0,42771	0,239096	0,174601	0,079021	138,85	1	0	1	1	0	0	0	1	5	
NOTE AB (1,169645	0,041027	-0,03979	0,026228	0,014799	0,043743	0,0248	0,00909	0	0,82	0,4491	0,749264	0,19599	0,589189	230,98	1	0	1	0	1	1	0	1	5	
FORMPIPE	1,181188	0,026847	-0,00077	0,121305	-0,09446	0,042892	-0,0004	-0,04929	1208	0,54	0,513507	0,540752	0,260398	0,380677	259,42	1	0	1	1	0	1	0	1	5	
PLATZER F	1,301028	0,035015	0,003365	0,022544	0,012471	-0,00189	-0,0648	-0,05266	0	0,32	0,25384	0,552031	0,00073	0,391957	2280	1	1	1	0	0	0	1	1	5	
ARISE AB -	1,345043	-0,00858	0,0175	0,007893	-0,01647	-0,010157	-0,2239	0,001591	0	0,9	-0,26713	-0,39311	-0,52024	-0,55318	875,81	0	1	1	1	0	0	1	1	5	
BURE EQU	1,418167	0,272511	-0,19304	0,05385	0,218663	-0,04022	1,2912	-0,0001	-4655	0,85	0,776912	1,489121	0,523803	1,329047	2327,63	0	0	1	1	0	0	1	1	5	
GUIDELINI	1,481068	-0,02131	0,067351	0,05815	-0,07946	-0,02503	-0,0904	0,00903	-214	1,12	0,18552	0,038516	0,23456	0,12426	84,81	0	0	1	1	0	0	0	1	5	
DUROC AE	1,674389	-0,03043	0,016205	0,0205	-0,05093	0,088802	-0,0096	0,010379	0	1,45	0,274063	0,137032	0,020954	-0,02304	86,54	0	1	1	0	0	0	1	1	5	
INDUSTRI	1,724021	0,026335	0,089966	0,029241	0,033933	0,00296	-2,9264	-0,04373	40571	1,42	0,277466	0,167632	0,024357	0,007557	39098,04	1	1	1	0	0	0	1	0	5	
BONG LIU	1,881295	-0,0864	0,010123	0,055834	-0,14224	0,08533	-0,0043	0,005317	0	1,53	0,108808	-0,17962	-0,1443	-0,33969	200,52	0	1	1	1	1	0	0	1	5	
KOPY GOL	2,643611	0,11896	-0,79204	-0,11719	0,236152	0,36595	24,7298	0	-2078	0,86	-0,53763	0,550538	-0,79074	0,390463	37,51	1	0	0	1	1	1	1	1	5	
VIKING SU	2,897723	0,038282	-0,11116	0,082466	-0,04418	0,077555	0,1833	0,005382	29493	1,41	0,04755	-0,46206	-0,20556	-0,62214	704,69	1	0	1	1	1	0	0	1	5	
ROTTNERK	3,026527	0,111577	-0,25418	0,087248	0,024329	0,164095	0,1998	0,026087	0	0,9	1,977105	2,587081	1,723996	2,427006	322,13	0	0	1	1	1	0	0	1	5	
BLACK EAI	5,67																								

Name	BM	ROA	Del_ROA	CFO	ACC	TURN	MARGIN	LEV	EQ_OFF	BETA	RAW_RET	RAW_RET	MA_RET	MA_RET	MV	F_ROA	F_DELROA	F_CFO	F_ACC	F_TURN	F_MARGIN	F_LEV	F_EQOFF	F_SCORE
KOPY GOL	3,175568	-0,03582	0,154779	-0,09048	0,054662	-0,32121	-0,8594	0	26130	0,55	2,353488	1,52093	2,427732	1,361476	29,4	0	1	0	0	0	0	1	0	2
CONFIDER	2,056481	-0,0593	-0,19201	-0,10827	0,048966	0,344601	0,1588	0,003193	23399	-0,11	1	1,333333	1,074243	1,173879	17,9	0	0	0	0	1	1	0	0	2
BONG LIU	1,408373	-0,03794	-0,04846	-0,06804	0,150697	-0,7908	0,0315	0,112702	0	1,68	-0,26012	-0,40187	-0,18588	-0,56132	22,246	0	0	0	0	1	1	0	1	2
COPPERT	1,27347	-0,13702	-0,20987	-0,2948	0,157777	0,224601	14,2401	0,085963	49033	0,65	0,661654	8,339181	0,735897	8,179727	18,17	0	0	0	0	1	1	0	0	2
BLACK EAI	9,310957	0,066407	-0,12613	-0,00161	0,06802	0,011955	0,3107	0,00041	2757	1,23	-0,03993	0,727545	0,400311	0,568091	847,29	1	0	0	0	1	1	0	0	3
AMASTEN	2,736884	0,032682	-0,0042	0,00777	0,024912	-0,00318	-0,0474	-0,20486	49473	1,13	0,118705	0,31295	0,192948	0,153496	271,82	1	0	1	0	0	0	1	0	3
HANZA AE	2,713616	0,049388	-0,10889	0,009482	0,039905	-0,00827	0	0	491	0,23	-0,42848	-0,10205	-0,35423	-0,2615	93,64	1	0	1	0	0	0	1	0	3
SCANDIN	1,942647	-0,15846	0,037376	-0,14397	-0,0145	-0,00068	-76,323	-0,05257	28320	1,64	-0,28579	-0,58504	-0,21155	-0,74449	71,94	0	1	0	1	0	0	1	0	3
MIDWAY	1,705809	0,010919	-0,04734	-0,02863	0,036495	-0,18521	0,0233	0,007096	0	0,52	-0,31212	0,499915	0,062223	0,331462	255,15	1	0	0	0	1	0	0	1	3
TRENTION	1,672998	-0,41712	0,405683	-0,18797	-0,22916	-0,10398	-0,1966	0,000214	0	1,2	0,046211	0,149723	0,120454	-0,00973	242,43	0	1	0	1	0	0	0	1	3
ENDOMIN	1,608132	-0,6492	0,567378	-0,30475	-0,34445	-0,09605	-1,2555	0,082355	-3548	0,79	0,277778	0,001134	0,352021	-0,15832	104,86	0	1	0	1	0	0	0	1	3
SOTKAMC	1,484934	-0,07791	0,04088	-0,04419	-0,03372	-0,00359	-13,5467	0,0837	0	1,68	0,281869	1,232394	0,355933	1,07294	84,02	0	1	0	1	0	0	0	1	3
ENERGYO	1,366156	-0,33845	-0,14864	-0,02866	-0,30979	-0,01298	-3,8375	0	-107	1,26	0,132832	1,458647	0,207075	1,299193	180,49	0	1	0	0	0	1	1	1	3
SHELTON I	1,34158	-0,587	0,625433	0,00026	-0,58753	-0,15141	-5,6866	0,003464	11113	0,49	-0,71429	-0,71429	-0,64004	-0,87374	189,73	0	1	1	0	0	0	0	0	3
NORDIC FI	0,961024	-0,02119	-0,05778	-0,00858	-0,01261	-0,24794	0,0353	0,195512	0	0,73	-0,20278	-0,02207	-0,12852	-0,18152	98,42	0	1	0	0	1	0	0	1	3
EMPIRE AI	0,940836	-0,42048	-0,63198	-0,28773	-0,13275	-0,01503	0,2084	0	460	1,09	-0,29313	-0,54717	-0,21888	-0,70662	6,29	0	0	0	0	1	0	1	0	3
NP3 FASTI	0,867614	0,038003	-3E-05	-0,01678	0,054781	0,00378	-0,1028	-0,03919	1900	1,95	0,007126	0,231908	0,081369	0,072454	2044,65	1	0	0	0	0	1	1	0	3
KLOVERN	14,87881	0,05596	-0,01919	0,025026	0,039034	-0,00815	0,2771	0,105869	0	0,92	0,048134	0,02817	0,122377	-0,13128	765,5	1	0	1	0	1	0	0	1	4
CORTUS EI	4,698655	-0,76209	0,443602	-0,67747	-0,08462	0,028833	-1,2925	0	79612	2,53	1	5	1,074243	4,840546	8,14	0	1	0	1	0	1	0	1	4
LIGHTLAB	4,511511	-0,13206	-0,04905	-0,12561	-0,06644	0,001323	2,0234	-0,00417	41510	-0,34	2,666667	1,444444	2,74091	1,28499	18,47	0	0	0	1	1	1	1	0	4
BE GROUP	2,99272	-0,08807	0,054395	-0,04846	-0,0399	0,089705	-0,0433	-0,05793	6099	1,2	-0,12142	0,607994	-0,04718	0,44789	262,3	0	1	0	1	0	1	0	1	4
INVESTOR	1,754059	0,051942	0,105222	0,031294	0,020648	-0,06993	-1,071	-0,02079	527	1,01	-0,10946	0,268601	-0,03521	0,109147	154955,6	1	1	0	0	0	0	0	1	4
ENIRO AB	1,644176	-0,26043	-0,01849	0,014242	-0,30167	0,04275	0,0933	0,053168	26516	0,84	-0,57143	-0,85714	-0,49719	-0,1016	680,56	0	0	1	1	1	1	0	0	4
MACKMYF	1,540365	-0,07873	-0,01602	-0,01515	-0,06358	0,03358	0,2019	-0,00084	913	0,52	-0,03551	0,204673	0,038729	0,045219	78,35	0	0	0	1	1	1	1	0	4
COREM PF	1,318024	0,085874	-0,07284	0,036282	0,049592	-0,00568	1,0775	0,110689	-21	0,84	0	0,424242	0,074243	0,264788	2284,49	1	0	1	0	0	1	0	1	4
PLATZER F	1,265969	0,064358	-0,02934	0,028949	0,035409	-0,00118	0,5401	0,009642	0	1,13	0,237823	0,353363	0,312066	0,193909	2802,65	1	0	1	0	1	0	1	0	4
INTELLECT	1,15742	0,016872	-0,0651	0,003627	0,013245	-0,11193	0,0624	0,037915	118	0,44	-0,0226	-0,12465	0,047982	-0,2841	161,49	0	1	0	1	1	1	0	0	4
STENDORI	1,105115	0,061526	-0,04897	0,017715	0,04379	0,079027	-0,4248	-0,45358	8595	1,11	0,049126	0,292973	0,133369	0,133519	3209,96	1	0	1	0	1	0	1	0	4
HEBA FAS	1,032003	0,134979	-0,11132	0,017209	-0,11769	-0,00539	2,7266	0,011248	0	0,5	0,16596	0,217444	0,241203	0,057989	3566,59	1	0	0	1	0	0	1	0	4
FASTIGH	0,918531	0,066997	0,010867	0,010398	0,056599	-0,02712	0,5986	0,058143	10000	1,28	0,374766	0,328349	0,44901	0,168895	22508,83	1	1	1	0	0	1	0	0	4
ATRIUM LU	0,888505	0,08721	-0,06515	0,03151	0,0557	-0,00312	0,8651	0,009101	0	0,89	0,074448	0,270526	0,148691	0,111072	15739,07	1	0	1	0	0	1	0	1	4
FASTATOF	33,29275	0,141621	-0,4008	0,023286	0,118335	0,005664	29,7047	-0,22302	12251	0,95	0,85139	0,499521	0,925633	0,340067	13,14	1	0	1	0	1	1	1	0	5
SAGAX AB	7,587859	0,094211	-0,04226	0,042762	0,051449	-0,00407	0,6208	-0,02129	0	1,12	0,22292	0,683385	0,306535	0,52393	788,24	1	0	1	0	1	1	1	1	5
SCANDOB	3,974462	0,039469	-0,02502	0,041024	-0,00156	0,014135	0,0315	0,077734	1224	0,78	0,368486	0,08354	0,44273	-0,07591	38,45	1	0	1	1	0	1	1	0	5
VICTORIA	3,673017	0,154072	-0,10295	0,021118	0,132954	0,023687	0,954	-0,28706	18085	0,32	0,899863	1,502997	0,974106	1,343543	769,29	0	1	0	1	1	1	1	0	5
SSAB SVEF	2,889922	-0,06007	-0,00977	0,053116	-0,05919	-0,00382	0,0204	-0,05362	0	1,52	-0,33188	0,019318	-0,25764	-0,14014	15361,25	0	0	1	1	0	1	1	1	5
SENSOR I	1,593883	-0,10327	0,047476	-0,07013	0,321166	0,3408	-0,08319	7617	1,24	-0,31924	-0,37517	-0,24499	-0,53462	42,05	0	1	0	1	1	1	1	1	0	5
VIKING SU	1,577134	-0,10684	0,145122	0,085586	-0,19243	-0,21044	-0,2851	-0,23756	0	1,35	-0,48648	-0,82356	-0,41224	-0,98302	878,79	0	1	0	1	1	1	1	0	5
BURE EQU	1,562751	0,468888	-0,19638	0,092604	0,376284	-0,1024	4,4524	-0,00024	-2064	1,18	0,400813	1,250882	0,475056	1,091428	3880,16	1	0	1	0	1	1	1	1	5
CREADES	1,448378	0,164565	-0,02956	0,017718	0,146847	0,177989	-0,2715	-0,05551	-648	1,06	-0,03575	0,630056	0,038489	0,47002	2082,21	1	0	1	0	1	0	1	0	5
BYGGMAS	1,496683	0,097766	0,050237	0,023804	0,073963	0,17458	-1,3612	-0,16812	3	-0,2	0,486347	0,649513	0,56059	0,490059	382,72	1	1	0	1	0	1	0	0	5
TRACTION	1,398483	0,082147	-0,02086	0,036111	0,042535	0,001801	-4,2002	0	-75	0,67	0,070421	0,723482	0,144664	0,564028	1512,3	1	0	1	0	1	0	1	1	5
NEW WAV	1,217019	0,026759	0,007561	0,024131	0,002627	0,024003	-0,0123	-0,07908	1000	1,92	-0,13725	0,503038	-0,06301	0,343584	2047,31	1	1	1	0	1	0	1	0	5
MIDSONA	1,206593	0,044715	0,01002	0,058943	-0,01423	0,087131	-0,0123	0,060564	5075	0,78	0,159543	0,991144	0,233786	0,83169	726,86	1	1	1	1	0	1	0	0	5
BACTIGUA	1,206232	-0,03919	-0,07798	-0,03074	-0,00844	0,030648	0,6082	-0,25592	0	0,403	0,016129	0,392137	0,090372	0,232683	346,07	0	0	0	1	1	1	1	1	5
ORESLIND	1,117902	0,255517	-0,06395	0,03																				

Tabell 1a: Variabeldefinitioner

MV Marknadsvärdet av det egna kapitalet i slutet på räkenskapsår t. Marknadsvärdet är beräknat genom antalet utestående aktier multiplicerat med avslutningspris för samma datum.

BM Bokvärdet av det egna kapitalet i slutet på räkenskapsår t, dividerat med MV.

ROA Resultat före extraordinära poster, för räkenskapsåret före formationen av portföljer, dividerat på total tillgångar i början av år t.

Δ **ROA** Förändringen i den årliga ROA:n för året före formationen av portföljer. Δ **ROA** är kalkylerad som ROA år t minus ROA t-1.

Δ **MARGIN** Nettomarginal för året innan portföljformation, (omsättning minus kostnader, dividerat på omsättning) för t, minus bruttomarginalen för t-1.

CFO Kassaflöde från den operativa verksamheten i början av år t.

Δ **LIQUID** Förändringen mellan år t och t-1 i företagets kvot av omsättningstillgångar delat på korta skulder.

Δ **LEVER** Förändringen i företagets skuldsättningsgrad mellan år t och t-1. Skuldsättningsgraden är definierad som långsiktiga skulder delat på genomsnittet av totala tillgångar.

Δ **TURN** Förändringen i företagets omsättningshastighet för år t och t-1. Omsättningshastigheten definieras som omsättning/försäljning dividerat på totala tillgångar.

ACCRUAL Resultat före extraordinära poster minus det operativa kassaflödet, dividerat med total tillgångar i början av år t.

RAW_1,2 Ett och två års avkastning med startpunkt på månad fem efter räkenskapsåret.

Hög-Låg Portfölj bestående av alla bolag med F_score 7-8 i lika vikt, samt blankning (negativ vikt) av alla bolag med F_score 0-2.

Hög-Alla Avkastningen i en portfölj bestående av alla bolag med F_score 7-8 i lika vikt, minus avkastning för alla bolag med F_score 0-6.