

EBIT eller EBITDA?

Med syfte att uppnå överavkastning

Johannes Gärde
Nils Otterman

Handledare: Øystein Fredriksen

Sammanfattning

Titel: EBIT eller EBITDA? – Med syfte att uppnå överavkastning

Bakgrund: Omfattande forskning har visat på att investeringsstrategier kan användas för att kontinuerligt uppnå överavkastning gentemot index. Multiplarna EV/EBIT och EV/EBITDA är vanliga inslag i investeringsstrategier eftersom de båda ses som en nära approximation av ett företags operativa kassaflöde, samtidigt som de tar hänsyn till företagets kapitalstruktur. Även om det bara är avskrivningarna som skiljer multiplarna åt anser vi att andelen investeringar i ett företag utgör en fundamental grund för dess långsiktiga värdeskapande. Av denna anledning finns det ett intresse i att undersöka hur kapitalintensiteten påverkar en investeringsstrategis förmåga att generera överavkastning som grundar sig på multiplarna EV/EBIT och EV/EBITDA.

Syfte: Syftet med denna studie är att jämföra multiplarna EV/EBIT och EV/EBITDAs förmåga att generera överavkastning på Stockholmsbörsen.

Metod: För studien har en kvantitativ metod använts med en deduktiv ansats för att samla in och bearbeta data om bolag listade på Stockholmsbörsen under perioden 2005 - 2016. Dessa bolag har utgjort grunden för tolv olika portföljer som skilt sig åt med avseende på multipel och innehavsperiod. För att statistiskt säkerställa studiens resultat har parvisa t-tester använts.

Resultat: Av tolv portföljer har nio uppnått riskjusterad överavkastning gentemot jämförelseindex OMXSPI. Resultatet har kunnat säkerställas statistiskt för sju portföljer inom dubbelsidiga konfidensintervall på mellan 90-99 procent. En investering i låga multipelvärden för EV/EBIT tillsammans med en innehavsperiod på sex månader genererar den högsta ackumulerade avkastningen, både innan och efter justering för risk. I kontrast genererar en investering i höga multipelvärden för EV/EBIT den lägsta ackumulerade avkastningen under den studerade tidsperioden.

Nyckelord: EBIT, EBITDA, värdeinvestering, contrarian, momentum, investeringsstrategi, EMH.

Abstract

Title: EBIT or EBITDA? – With the purpose of achieving abnormal returns

Background: Extensive research has shown that investment strategies can be used to achieve continuous abnormal returns in comparison to an index. Many investment strategies are based on the multiples EV/EBIT and EV/EBITDA. These multiples suffice as an approximation of the company's operational cash flow while taking into account the capital structure. Even though it is only the depreciation and amortization that sets the two multiples apart, we argue that the need for investments constitute a fundamental part of creating long term stakeholder value. For this reason we find it interesting to study how the capital intensity affects an investment strategy's ability to generate returns based on the multiples EV/EBIT and EV/EBITDA.

Aim: The aim with this study is to compare the multiples EV/EBIT and EV/EBITDA's ability to generate returns on the Stockholm Stock Exchange.

Methodology: The study has used a quantitative method with a deductive approach in order to collect and process data for companies listed on the Stockholm Stock Exchange during the time period 2005 – 2016. These companies have constituted the base for a ranking process, ultimately leading to the creation of twelve portfolios that differ with regard to the type of multiple and holding period. In order to statistically verify the results of the study we have used pairwise t-tests.

Results: Out of twelve portfolios nine have achieved risk adjusted abnormal returns in comparison with the index OMXSPI. The results could be verified statistically for seven portfolios within a double-sided confidence interval of between 90-99 percent. An investment in low multiple values for EV/EBIT with a holding period of six months generates the highest accumulated return, both before and after adjustment for risk. In contrast, an investment in high multiple values for EV/EBIT generates the lowest accumulated return during the studied time period.

Keywords: EBIT, EBITDA, value investing, contrarian, momentum, investment strategy, EMH.

Förord

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Øystein Fredriksen som med sin tillgänglighet kunnat undanröja eventuella tvivel och svara på våra frågor. Vi vill även tacka Isak Hietala som bidragit med värdefulla råd inom det statistiska området, samt de studenter som erbjudit konstruktiv kritik vid opponeringstillfällena.

Johannes Gärde

Nils Otterman

Innehållsförteckning

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | INLEDNING | 1 |
| 1.1 | BAKGRUND | 1 |
| 1.2 | PROBLEMFÖRMULERING | 2 |
| 1.3 | SYFTE | 7 |
| 1.4 | FRÅGESTÄLLNINGAR..... | 7 |
| 1.5 | AVGRÄNSNING..... | 8 |
| 2 | REFERENSRAM | 9 |
| 2.1 | EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTESEN OCH ANOMALIER PÅ MARKNADEN | 9 |
| 2.2 | RELATIV- OCH DISKONTERAD KASSAFLÖDESVÄRDERING..... | 10 |
| 2.3 | VÄRDEINVESTERINGAR..... | 11 |
| 2.4 | EV/EBITDA OCH EV/EBIT | 13 |
| 2.5 | INVESTERINGAR OCH DESS VÄRDESKAPANDE FÖR AKTIEÄGARE | 16 |
| 2.6 | MOMENTUM- OCH CONTRARIANSTRATEGI | 19 |
| 3 | METOD | 23 |
| 3.1 | UTFORMNING | 24 |
| 3.2 | TID- OCH INNEHAVSPERIOD..... | 25 |
| 3.3 | VAL AV DATA..... | 25 |
| 3.4 | URVAL OCH BORTFALL | 26 |
| 3.5 | PORTFÖLJSAMMANSÄTTNING..... | 28 |
| 3.6 | BEARBETNING AV DATA..... | 30 |
| 3.6.1 | <i>Beräkning av avkastning</i> | 30 |
| 3.6.2 | <i>Beräkning av andelen avskrivningar i förhållande till EBITDA</i> | 31 |
| 3.6.3 | <i>Utdelningar och transaktionskostnader</i> | 32 |
| 3.6.4 | <i>CAPM</i> | 32 |
| 3.6.5 | <i>Jämförelseindex och riskfri ränta</i> | 34 |
| 3.6.6 | <i>Betavärde</i> | 35 |
| 3.6.7 | <i>Statistiska tester</i> | 35 |
| 3.7 | METOD- OCH KÄLLKRITIK..... | 36 |
| 3.7.1 | <i>Reliabilitet</i> | 37 |
| 3.7.2 | <i>Validitet</i> | 38 |
| 3.7.3 | <i>Generaliserbarhet</i> | 39 |
| 4 | RESULTAT | 41 |
| 4.1 | SAMMANFATTNING AV RESULTAT | 41 |
| 4.2 | EV/EBIT 6 MÅN | 42 |
| 4.2.1 | <i>EV/EBIT 12 mån</i> | 45 |
| 4.2.2 | <i>EV/EBITDA 6 mån</i> | 47 |
| 4.2.3 | <i>EV/EBITDA 12 mån</i> | 50 |
| 4.2.4 | <i>EV/EBIT och prisindex</i> | 52 |
| 4.2.5 | <i>EV/EBITDA och prisindex</i> | 54 |
| 4.3 | ANDEL AVSKRIVNINGAR I FÖRHÅLLANDE TILL EBITDA | 56 |
| 5 | ANALYS | 57 |
| 5.1 | INVESTERINGSSTRATEGIN OCH EMH..... | 57 |
| 5.2 | EV/EBIT OCH EV/EBITDA: LÅGA KONTRA HÖGA MULTIPLAR | 59 |
| 5.3 | EV/EBIT OCH EV/EBITDA: AVSKRIVNINGARNAS BETYDELSE | 61 |
| 5.4 | INNEHAVSPERIODENS PÅVERKAN..... | 63 |
| 5.5 | EV/EBIT OCH EV/EBITDA I KOMBINATION MED PRISINDEX | 64 |

| | | |
|----------|---|-----------|
| 6 | SLUTSATS | 67 |
| 7 | FÖRSLAG PÅ VIDARE FORSKNING | 69 |
| 8 | KÄLLFÖRTECKNING | 70 |
| 9 | BILAGOR | 77 |
| 9.1 | REGRESSIONSRESULTAT FÖR STUDIENS PORTFÖLJER | 77 |
| 9.2 | PORTFÖLJSAMMANSÄTTNING MELLAN 2005-03-31 – 2016-03-31 | 80 |

Tabellförteckning

| | |
|---|----|
| Tabell 1 - Egen tabell över faktorer som påverka olika multiplar | 15 |
| Tabell 2 - Egen tabell över sambandet mellan information, innehavsperiod och signifikansnivå | 20 |
| Tabell 3 - Portföljkonstruktion..... | 23 |
| Tabell 4 - Exempel för rangordning av aktier baserat på poängsystemet..... | 29 |
| Tabell 5 - EV/EBIT 6 mån..... | 42 |
| Tabell 6 - EV/EBIT 12 mån..... | 45 |
| Tabell 7 - EV/EBITDA 6 mån..... | 47 |
| Tabell 8 - EV/EBITDA 12 mån..... | 50 |
| Tabell 9 - EV/EBIT 6 mån och prisindex | 52 |
| Tabell 10 - EV/EBITDA 6 mån och prisindex | 54 |
| Tabell 11 - Andel avskrivningar i förhållande till EBITDA..... | 56 |

Figurförteckning

| | |
|--|----|
| Figur 1 - Samband mellan avkastning och kapitalintensitet (Elmasry, 2007) | 17 |
| Figur 2 - Samband mellan kapitalintensitet och aktieavkastning inom respektive bransch (Elmasry, 2007)..... | 17 |
| Figur 3 - Samband mellan innehavsperiod och ackumulerad avkastning (Jegadeesh & Titman, 2001)..... | 19 |
| Figur 4 - Samband mellan antal aktier och portföljrisk (Modigliani & Pogue, 1974).... | 28 |
| Figur 5 - Sammanfattning av studiens resultat | 41 |
| Figur 6 - Portföljernas avkastning gentemot OMXSPI..... | 43 |
| Figur 7 - Månadsavkastningens fördelning..... | 44 |
| Figur 8 - Portföljernas branschindelning | 44 |
| Figur 9 - Portföljernas utveckling gentemot OMXSPI | 46 |
| Figur 10 - Månadsavkastningens fördelning..... | 46 |
| Figur 11 - Portföljernas branschindelning | 47 |
| Figur 12 - Portföljernas utveckling gentemot OMXSPI..... | 48 |
| Figur 13 - Månadsavkastningens fördelning..... | 49 |
| Figur 14 - Portföljernas branschindelning | 49 |
| Figur 15 - Portföljernas utveckling gentemot OMXSPI..... | 51 |
| Figur 17 - Månadsavkastningens fördelning..... | 51 |
| Figur 17 - Portföljernas branschindelning | 52 |
| Figur 18 - Portföljernas utveckling gentemot OMXSPI..... | 53 |
| Figur 19 - Månadsavkastningens fördelning..... | 54 |
| Figur 20 - Portföljernas utveckling gentemot OMXSPI..... | 55 |
| Figur 21 - Månadsavkastningens fördelning..... | 56 |

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Det finns många anledningar till att investera i aktier. En del sparar till sin pension medan andra väljer en mer kortsiktig tidshorisont. Det gemensamma målet för investerare är emellertid att investerat kapital förväntas leda till en framtida positiv avkastning. Det är dock långt ifrån alla som är framgångsrika på de finansiella marknaderna (Barras, Scaillet & Wermers, 2009). Ofta kan det handla om att investerare låter känslorna bestämma vid investeringsbeslut (Nofsinger, 2005). Finansiella beslut är komplexa och inkluderar både risk och osäkerhet. Nofsinger (2005) menar att bakgrundskänslor eller humör kan influera finansiella beslut på grund av att en person tillskriver en viss känsla till ett investeringsbeslut. En person som är på bra humör är således med större sannolikhet optimistisk vid värderingen av ett investeringsbeslut än en person som är på dåligt humör och löper därför en större risk att investera i riskfyllda tillgångar (Nofsinger, 2005). En investeringsstrategi kan dels syfta till att skapa överavkastning gentemot marknaden som helhet men även att tillhandahålla en metod som kan anses som rationell, i den mening att den förhindrar att känslor styr vid investeringsbeslut. I dagsläget existerar ett flertal investeringsstrategier som syftar till att över tid uppnå överavkastning gentemot index. Piotroskis (2000) investeringsmodell utgår från ett företags kapitalstruktur, lönsamhet och effektivitet för att ställa upp nio kriterier som bör uppfyllas för ett attraktivt bolag. De företag som uppfyller flest kriterier ingår i urvalet och på sätt särskiljs vinnare från förlorare. Graham och Zweig (2003) förespråkar strategin Net-nets, som innebär att portföljen utgörs av aktier som handlas under det uppskattade likvidationsvärdet, som beräknas som omsättningstillgångar reducerat med samtliga skulder. Rosenberg, Reid och Lanstein (1985) kunde utifrån sin analys av multipeln P/B ¹ nå slutsatsen att överavkastning är möjlig utifrån en portfölj baserad på företag med låga P/B -multiplar. P/B är en multipel som tittar på priset på aktien i förhållande till företagets egna kapital. Låga P/B -multiplar kan således innebära att ett företag är undervärderat (Graham & Dodd, 2009). Eftersom låga multiplar anses vara undervärderade finns möjligheten att skapa värde på sikt, vilket enligt Graham och Dodd (2009) innebär att en investering i

¹ Price per share/Book value per share

låga multiplar utgör en värdeinvesteringsstrategi. Strategierna som nämnts ovan bygger på konceptet relativvärdering som innebär att ett bolag värderas utifrån hur liknande företag på börsen är prissatta (Damodaran, 2012). Genom att värdera det valda bolaget med hjälp av finansiella nyckeltal som bygger på antaganden om bland annat framtida kassaflöden, tillväxt och risk går det att skapa sig en uppfattning om ett företag är över- eller undervärderat (Damodaran, 2012).

Multiplarna $EV/EBIT^2$ och $EV/EBITDA^3$ används ofta som en del i ett flertal investeringsstrategier (Damodaran, 2012). Deras popularitet kan grunda sig i att både EBIT och EBITDA är en nära approximation för det operativa kassaflödet, samtidigt som EV tar hänsyn till företagets kapitalstruktur. Det operativa kassaflödet avslöjar till skillnad från nettoresultatet verksamhetens effektivitet. Effekten från räntor beskriver istället den finansiella hävstången samtidigt som andelen skatter inte kan användas för att förklara om en verksamhet är framgångsrik eller inte. Även om både EBIT och EBITDA beskriver verksamhetens effektivitet finns det en betydelsefull skillnad mellan de båda. Skillnaden mellan EBIT och EBITDA är att EBIT tar hänsyn till avskrivningar. Det som skiljer urvalet för portföljer baserade på $EV/EBIT$ - och $EV/EBITDA$ -multiplar är alltså kapitalintensiteten i de företag som ingår. Med tanke på det utbredda användandet av de båda multiplarna ser vi därför ett intresse i att undersöka vilken effekt investeringar har på en investeringsstrategi som grundar sig på multiplarna $EV/EBIT$ och $EV/EBITDA$.

1.2 Problemformulering

Det finns idag många investeringsstrategier som uppnått kontinuerlig överavkastning gentemot marknaden, se Greenblatt (2010), Piotroski (2000), Rosenberg, Reid och Lanstein (1984), Vanstraceele och Du Toit (2012) med flera. Trots det råder oenighet inom den finansiella forskningen om det är möjligt att över tid överavkasta marknaden. Enligt Fama (1970) antas finansiella marknader vara effektiva, i den mening att priset på en tillgång avspeglar sig i all tillgänglig information och att aktiekursen enbart justeras utifrån ny information. Malkiel (2016) argumenterar för att aktier endast slumpmässigt avviker från sitt verkliga värde och att historiska aktiekurser inte går att använda för att förutsäga framtida rörelser. Damodaran (2012) framhåller att en eventuellt ineffektiv

² Enterprise Value/Earnings Before Interest and Taxes

³ Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

marknad medför felprissättningar på tillgångar, vilket gör det möjligt att skapa överavkastning på aktiemarknaden.

Många investeringsstrategier som syftar till att överavkasta marknaden grundar sig på multiplern P/E^4 , som beskriver relationen mellan företagets vinst per aktie och aktiens pris. P/E fokuserar således på eget kapital i både täljare och nämnare. Graham (2009) menade dock att en aktieinvestering ska ses som ett köp av hela företaget och därför bör bolagets skuldsättning samt likvida medel tas med i bedömningen. Med anledning av detta finns det idag många investerare som föredrar att använda multiplarna $EV/EBIT$ samt $EV/EBITDA$, som tar hänsyn till bolagets skuldsättning samt operativa kassaflöde.

Karlsson och Najafi (2011) fann att multiplern $EV/EBITDA$ kan användas för att generera överavkastning gentemot OMXSPI under en elvaårsperiod. Besterman och Larsson (2016) drog slutsatsen att $EV/EBITDA$ var bäst lämpad för att generera avkastning av multiplarna P/E , EV/S^5 och $EV/EBITDA$. Greenblatt (2010) rangordnade istället bolag utifrån en kombination av $EV/EBIT$ och $ROCE^6$ för att slå index. Varken Karlsson och Najafi (2011), Besterman och Larsson (2016) eller Greenblatt (2010) motiverade varför $EV/EBITDA$ eller $EV/EBIT$ skulle vara bättre på att uppnå överavkastning. Det som skiljer multiplarna åt är att $EBIT$ tar hänsyn till avskrivningarna, vilket innebär att kapitalintensiteten i respektive företag påverkar multiplerns storlek. Givet att investeringar kan utgöra en stor post för många företag finns det en mening i att undersöka hur skillnaden mellan de båda multiplarna påverkar avkastningen för en investeringsstrategi som grundar sig på dessa multiplar.

Elmasry (2007) studerade hur kapitalintensiteten i företag är kopplat till dess lönsamhet samt avkastning och grundades på 2200 företag i Europa och Nordamerika under tidsperioden 1984-2002. Resultatet visade att företag som är mindre kapitalintensiva genererar högre avkastning än företag vars balansräkning i större utsträckning består av materiella tillgångar. Detta förklarar Elmasry (2007) med att företag som grundar sin konkurrensfördel på materiella tillgångar lättare kan replikeras än företag som skapar sitt värde med hjälp av immateriella tillgångar som exempelvis patent, varumärke eller

⁴ Price per share/Earnings per share

⁵ Enterprise Value/Sales

⁶ Return on Capital Employed

humankapital. Att multipeln EV/EBITDA omnämns som en supermultipel inom finansbranschen kan således ifrågasättas givet att den i samband med en värdeinvesteringsstrategi skulle generera en större andel avskrivningar i förhållande till EBITDA än multipeln EV/EBIT. Detta beror på att företag som härleder en större andel avskrivningar från EBITDA får en lägre EV/EBITDA-multipel, allt annat lika (Damodaran, 2012). I kontrast till Elmasry (2007) hävdar DeRosa (2010) och Greenwald, Kahn, Sonkin och Van Biema (2004) istället att kapitalintensitet är positivt med avseende att det skapar inträdesbarriärer för konkurrerande företag. Dessa kontrasterande åsikter inom den finansiella forskningen skapar ett intresse i att undersöka om investeringar kan ses som en konkurrensfördel eller inte samt vilket värde de i slutändan skapar för aktieägare.

Oss veterligen saknas tidigare studier som ingående analyserar hur skillnaden mellan multiplarna EV/EBIT och EV/EBITDA påverkar avkastningen för en investeringsstrategi som bygger på en av dessa multiplar. Denna studie avser därför delvis att undersöka vilken av multiplarna EV/EBIT och EV/EBITDA som genererar högst avkastning samt om resultatet är i enlighet med Elmasrys (2007) eller DeRosas (2010) samt Greenwald m.fl. (2004) studie.

Hur lång tid aktierna hålls i portföljen innan de byts ut mot nya, det vill säga innehavsperioden, påverkar portföljens avkastning. Graham (2003) konstaterade att marknaden ansågs vara ineffektiv på kort sikt på grund av psykologiska fällor som påverkar aktiepriserna. På lång sikt bedömde han dock marknaden som effektiv och att priset på en tillgång korrigeras till sitt sanna värde i överensstämmelse med prestationen. Greenblatt (2010) hävdar att en innehavsperiod på tolv månader är nödvändig för att marknaden ska hinna korrigera aktiens pris till dess fundamentala värde. Med anledning av detta valde Fred och Mossenberg (2015) som provade Greenblatts (2010) strategi på Stockholmsbörsen att testa hur innehavsperioder på två respektive tre år påverkade strategins avkastning. Resultatet från Fred och Mossenbergs (2015) studie var att längre innehavsperioder hade en negativ påverkan på avkastningen jämfört med en innehavsperiod på ett år. Besterman och Larssons (2016) studie av EV/EBITDA grundade sig även den på en innehavsperiod på ett år. Karlsson och Najafi (2011) använde istället en innehavsperiod på sex månader, men eftersom de ingående variablerna och perioden för studien skilde sig är det svårt att dra en slutsats om vilken innehavsperiod som är

bättre än den andra. Det finns alltså ett intresse i att studera vilken av innehavsperioderna på sex respektive tolv månader som genererar högst avkastning.

Utöver en jämförelse mellan EBIT och EBITDA i kombination med EV syftar studien till att undersöka om portföljerna uppnår högre avkastning om multiplarna kompletteras med en momentumstrategi. Vanstraceele och Du Toit (2012) studerade avkastningen för portföljer som grundade sig på multipeln EV/EBIT på europeiska marknader under tidsperioden 1999-2011 och uppnådde en ackumulerad avkastning på 236,3 procent. När de istället kombinerade EV/EBIT med en momentumstrategi i form av ett sexmånaders prisindex genererade portföljen 814,4 procent. Detta innebar att portföljen sattes samman efter att aktierna poängsattes dels efter sitt multipelvärde, men även baserat på hur aktierna presterat sex månader innan varje innehavsperiod. Jegadeesh och Titman (1993) beskriver begreppet momentumstrategi med att aktier som presterat bra historiskt sett tenderar att prestera bra även i framtiden, varav aktier som underpresterat tenderar att underprestera framöver. Med anledning av detta vill vi även undersöka om en kombination av en värde- och momentumstrategi presterar bättre än om multiplarna används som enskilda faktorer, med utgångspunkt i Vanstraceele och Du Toits (2012) resultat.

Längden på innehavsperioden verkar ha en avgörande roll för avkastningen även för momentumstrategier. Conrad och Kaul (1998) undersökte 120 olika investeringsstrategier baserade på momentum- och contrarianeffekten och kom fram till att båda typer av strategier fungerar under samma tidsserier, men under förutsättningen att innehavsperioden skiljer sig åt. Eftersom en värdestrategi likt en contrarianstrategi bygger på antagandet att prisdiskrepanser kan utnyttjas för att skapa värde (Investopedia, u.å.) går det således att anta att en samverkan mellan en momentum- och värdestrategi på samma sätt förutsätter olika innehavsperioder. I och med att denna studie främst undersöker avkastningen för aktier med låga EV/EBIT och EV/EBITDA-multiplar grundar den sig på en värdestrategi, eftersom en investering i låga multiplar anses kunna skapa värde när aktiepriserna korrigeras till sitt fundamentala värde (Graham & Dodd, 2009). Vi vill därför undersöka om det är möjligt att kombinera en momentum- och värdestrategi under en och samma innehavsperiod. Är det möjligt att generera högre avkastning genom att kombinera en strategi som letar efter aktier som anses som

oönskade av marknaden tillsammans med en strategi som förespråkar de mest eftertraktade aktierna?

Även om Conrad och Kaul (1998) anser att investeringsstrategier baserade på antingen momentum- eller contrarianeffekten förutsätter olika innehavsperioder når de likt Jegadeesh och Titman (1993) slutsatsen att momentumstrategin lämpar sig för innehavsperioder på mellan tre till tolv månader. Tidigare studier om multiplarna EV/EBIT och EV/EBITDA (se Greenblatt, 2010; Karlsson & Najafi, 2011; Fred & Mossenberg, 2015; Besterman & Larsson, 2016) som alla grundat sig på ett contrariansynsätt har visat på att innehavsperioder på sex eller tolv månader varit framgångsrika för syftet att uppnå överavkastning. Dessa studier går således emot Conrad och Kaul (1998) som vidare hävdar att contrarianstrategin i kontrast till momentumstrategin är effektiv på ännu kortare sikt⁷ än momentumstrategin alternativt lång sikt⁸. Att contrarianstrategin skulle lämpa sig på lång sikt överensstämmer emellertid med De Bondt och Thalers (1985) studie. Utifrån portföljer som rangordnats baserat på femårig data fann de att portföljen med de ”sämsta” aktierna uppnådde en högre avkastning än portföljen med de ”bästa” aktierna under den kommande treårsperioden.

Studierna av Conrad och Kaul (1998) samt De Bondt och Thaler (1985) motsäger alltså till viss del de resultat som Greenblatt (2010), Karlsson och Najafi (2011), Fred och Mossenberg (2015) samt Besterman och Larsson (2016) kommer fram till, eftersom dessa grundar sig i en contrarianstrategi och alltså inte borde kunna uppvisa signifikant säkerställd överavkastning vid en innehavsperiod på ett år. Även denna studie motsäger till viss del Conrad och Kauls (1998) studie, eftersom den syftar till att undersöka en kombination av två olika strategier som enligt Conrad och Kaul (1998) inte bör kunna generera överavkastning under samma innehavsperiod. Asness (1997) hävdar även att en momentum- och contrarianstrategi inte bör användas tillsammans eftersom de korrelerar negativt med varandra. Samtidigt finner Asness, Moskowitz och Pedersen (2013) att en kombination av en momentum- och contrarianstrategi är immun mot likviditetsrisk och istället genererar betydande överavkastning. I och med dessa kontrasterande studier ser vi ett värde i att undersöka om det är möjligt att kombinera dessa olika strategier under

⁷ Vecko/månadsbasis

⁸ Tre till fem år

samma innehavsperiod samt om de kombinerade strategierna lyckas uppnå riskjusterad överavkastning gentemot index.

1.3 Syfte

Syftet med denna studie är att jämföra multiplarna EV/EBIT och EV/EBITDAs förmåga att generera överavkastning på Stockholmsbörsen.

1.4 Frågeställningar

- Är det möjligt att uppnå överavkastning gentemot OMXSPI med en investeringsstrategi som grundar sig på multiplarna EV/EBIT och EV/EBITDA?

Studien kommer i första hand att undersöka om EV/EBIT eller EV/EBITDA kan användas för att generera överavkastning under den valda tidsperioden. Det centrala för studiens syfte är emellertid att ta reda på om avskrivningarna, som utgör skillnaden mellan de båda multiplarna, har en betydande roll för investeringsstrategins avkastning.

- Leder en innehavsperiod på sex månader till högre avkastning än en innehavsperiod på ett år?

Tidigare studier har visat på att innehavsperioden spelar en avgörande roll för den ackumulerade avkastningen. Givet att ett flertal liknande studier har valt att fokusera på antingen en enskild innehavsperiod alternativt innehavsperioder som överstiger ett år, finns det ett syfte med att undersöka två innehavsperioder som fokuserar på kort sikt.

- Kan EV/EBIT eller EV/EBITDA i kombination med ett prisindex generera högre avkastning?

Studien kommer även att undersöka huruvida avkastningen påverkas positivt om multiplarna kombineras med en momentumstrategi i form av ett prisindex.

1.5 Avgränsning

Studien grundar sig på listorna Large-, Mid- och Small-cap på Stockholmsbörsen. Att inkludera samtliga listor från Stockholmsbörsen ökar storleken på urvalet för de studerade portföljerna och minskar risken för att resultatet förklaras av slumpen. En annan anledning till varför vi valt bolag listade på Stockholmsbörsen är att dessa bolag måste följa IFRS⁹ i sin redovisning. Detta underlättar i sin tur jämförbarheten mellan de redovisade nyckeltalen. Finansiella bolag kommer inte att inkluderas i urvalet. Detta motiveras av Damodaran (2012) som anser att finansiella bolag är olämpliga för multiplarna EV/EBIT och EV/EBITDA med anledning av att det är svårt att estimeras både värdet på dessa bolag (EV) samt deras rörelseresultat (EBIT eller EBITDA). Avgörande för urvalet är att data finns för minst en hel innehavsperiod under tidsperioden 2005-03-31 – 2016-03-31. I de fall där både A- och B-aktie finns har den som haft högst omsättning inkluderats.

⁹ International Financial Reporting Standards

2 Referensram

2.1 Effektiva marknadshypotesen och anomalier på marknaden

En av de forskare som ifrågasätter en investeringsstrategis förmåga att generera kontinuerlig överavkastning gentemot index är Fama, som 1970 formulerade sin teori om den effektiva marknadshypotesen, hädanefter EMH. Hypotesen innebär att finansiella marknader är effektiva och att aktiekurser endast kan justeras utifrån ny information. Patell och Wolfsons (1984) forskning stöder denna teori med slutsatsen att aktiekurser i många fall justeras inom fem till femton minuter från det att ny information, i form av vinst eller utdelningar, tillkännages. Malkiel (1973) menar att aktiekurser på finansiella marknader följer ett slumpmässigt mönster och att det inte är möjligt att konsekvent överavkasta marknaden, då framtida prissättning av tillgångar inte går att identifiera baserat på historisk data. Det innebär att en portfölj baserad på investeringsstrategier över tid inte kan uppnå en högre avkastning än en portfölj av slumpvis utvalda aktier, åtminstone inte med jämförbar risk (Malkiel, 1973).

I enlighet med teorin om EMH bör möjligheten att överavkasta marknaden med hjälp av en investeringsstrategi ifrågasättas (Damodaran, 2012). En portföljförvaltares jakt på undervärderade bolag skulle vara slöseri med tid och snarare skada i form av transaktionskostnader (Bodie, Kane & Marcus, 2011). Enligt dem krävs det att investeraren har tillgång till insiderinformation för att hitta undervärderade aktier.

I kontrast till EMH genomförde Haugen och Baker (1996) en studie som visar på att det är fullt möjligt att uppnå en högre avkastning baserat på vissa företagsspecifika nyckeltal. Vidare fann de i sin studie att tillgångarna som genererat högre avkastning även varit mindre riskfyllda än tillgångarna med lägre avkastning, vilket motsäger Chens (1983) studie som under förutsättningen att marknader är fullständigt likvida och effektiva hävdar att högre avkastning uppnås till följd av högre risk.

Rendleman, Jones och Latané (1982) samt Bernard och Thomas (1990) hävdar att en strategi som grundar sig på en anomali, såsom att priset på en aktie inte till fullo speglar den vinst som annonserats under rapportperioden, kan användas för att generera överavkastning under kommande kvartal. Rendleman, Jones och Latané (1982) hävdar

vidare att justeringen för risk haft liten påverkan på resultatet. Freeman och Tse (1989) styrker antagandet att det är möjligt att uppnå överavkastning genom att utnyttja anomalier med förklaringen att investerare har svårt att revidera sina ursprungliga antaganden inför kommande kvartal.

2.2 Relativ- och diskonterad kassaflödesvärdering

För att bestämma värdet på en tillgång kan både relativ- och diskonterad kassaflödesvärdering användas. Relativvärdering ses ofta som ett komplement till diskonterad kassaflödesvärdering men kan enligt Baker och Ruback (1999) även användas som fristående värderingsmetod. Metoden har blivit populär med anledning av att den är lättare att förstå och att den i bättre utsträckning beskriver det rådande klimatet på marknaden (Damodaran, 2012). Relativvärdering går ut på att värdera företagets tillgångar baserat på hur liknande tillgångar är prissatta på marknaden (Damodaran, 2012). Genom att jämföra ett bolag med avseende på faktorer som bland annat kassaflöden, tillväxt och risk går det att skapa en uppfattning om ett företag är över- eller undervärderat. Tillgångar som är perfekta substitut ska enligt Baker och Ruback (1999) vara likvärdiga med hänsyn till priset. De fundamentala värden som jämförs sammanfattas ofta i form av olika nyckeltal, som exempelvis P/E, som sätter aktiekursen i relation till företagets vinst per aktie. För att hitta företag som uppvisar liknande fundamentala värden är det vanligt att titta på företag inom samma bransch. Somliga bolag inom samma bransch kan dock skilja sig avsevärt från varandra med avseende på de faktorer som härleder multiplarna och bör därför väljas bort (Damodaran, 2012).

Vid relativvärdering antas marknaden vara effektiv samt att aktier prissätts till dess fundamentala värde, men att anomalier uppstå i form av felprissättningar på enskilda aktier (Kendall, 1953). Dessa felprissättningar korrigeras så småningom till sitt rätta värde, vilket gör det möjligt att göra en vinst (Damodaran, 2012).

Ett problem som kan uppstå när värdet på en tillgång ska uppskattas relativt jämförbara företag är att jämförelsebolagen kan vara felaktigt värderade av marknaden från början. Om exempelvis värderingen baseras på företag som är övervärderade kommer det företag som jämförs med dessa också att övervärderas och ges ett högre pris än vad som är rättfärdigt (Damodaran, 2012). I detta avseende är den diskonterade kassaflödesanalysen

ett rimligare verktyg då metoden bygger på företagets egna förväntade framtida kassaflöden. Ett annat problem vid relativvärdering är att värderingen beror på vilka multiplar och jämförelseföretag som används. På grund av detta kan metoden missbrukas av analytiker som kan välja att använda multiplar som styrker den riktkurs som uppnåtts via den diskonterade kassaflödesvärderingen (Damodaran, 2012).

2.3 Värdeinvesteringar

Investeringsstrategin som berör låga multipelvärderna för EV/EBIT och EV/EBITDA utgör en värdeinvesteringsstrategi. Även om denna studie undersöker höga multipelvärderna i lika stor utsträckning används dessa istället för att visa på motsatsen till att välja undervärderade aktier. Graham och Dodd (2009) behandlar begreppet värdeaktier och hävdar att en värdeaktie är en tillgång vars marknadsvärde är lågt värderat jämfört med det verkliga värdet på bolaget. Detta karakteriserar sig i form av exempelvis låga P/E-, P/B, P/CF-multiplar. De menar att det är möjligt att över tid skapa överavkastning gentemot jämförelseindex genom att investera i undervärderade bolag i form av värdeaktier. Skillnaden mellan aktiens verkliga värde och priset på marknaden benämner Graham (2003) som säkerhetsmarginal och hävdar vidare att skillnaden bör överstiga 30 procent för att säkerställa att det finns tillräcklig potential för att skapa en god värdeutveckling. Att det går att hitta undervärderade bolag kan förklaras av att investerare överreagerar på ny information (De Bondt & Thaler, 1985, Asness, 1997). Om informationen är negativ, blir effekten på marknaden negativ i större utsträckning och aktiepriset sjunker mer än vad som kan anses rättfärdigat. Samma förhållande gäller vid positiva nyheter, där aktiepriset således drivs upp mer än vad det borde (De Bondt & Thaler, 1985, Asness, 1997).

Fama och French (1992) motsätter sig teorin att investerare överreagerar på ny information och hävdar istället att bolag med låga finansiella nyckeltal bär på en högre fundamental risk. Detta förklarar i sin tur varför värdeaktier kan uppnå högre avkastning än tillväxtaktier. De kan däremot inte styrka detta påstående enbart med stöd av CAPM¹⁰, vilken förutsätter ett linjärt positivt samband mellan betavärdet och ett företags avkastning. Förutsatt att CAPM bygger på rationella antaganden hävdar Fama och French

¹⁰ Capital Asset Pricing Model

(1992) att värdeaktiernas överavkastning kan förklaras av en småbolagseffekt i samband med låga P/B-multiplar. Chan (1988) antyder att en strategi som bygger på värdeaktier grundar sig i contrarianstrategin som går ut på att köpa aktier som varit förlorare och att blanka aktier som varit vinnare. Begreppet contrarian kan således göras synonymt med en värdeinvesteringsstrategi i den mening att båda letar efter möjligheten att skapa värde utifrån prisavvikelser. Vidare hävdar Chan (1988) att överavkastning har ett positivt samband med risk och visar i sin studie på att contrarianstrategin tenderar att välja mer riskfyllda förlorare när marknadsriskpremien är hög. Detta baserar Chan (1988) på att förlorare gör större förluster vid en lågkonjunktur än vid en högkonjunktur. Trots att en investerare som följer strategin i genomsnitt överavkastar marknaden, är denna överavkastning marginell och uppnås till följd av ett högre risktagande. Chan (1988) finner inte heller något stöd för hypotesen att marknaden överreagerar på ny information.

Lakonishok, Shleifer och Vishny (1994) anser istället att orsaken till att värdeaktier uppnår högre avkastning än tillväxtaktier beror på att en strategi som grundar sig i värdeaktier går emot vad de kallar "naiva" strategier. Dessa naiva strategier kan innebära att investerare antar att historisk tillväxt ska fortsätta långt in i framtiden, att de har hittat en trend i aktiekursen eller att de likställer en god investering med ett välskött företag, oavsett pris. De hänvisar vidare till De Bondt och Thaler (1985) och Haugen (1994) som visat på att värdestrategin överavkastar marknaden genom att den leder till att portföljen utgörs av en större andel undervärderade företag (Lakonishok, Shleifer & Vishny, 1994).

Eftersom studierna som nämnts ovan finns att tillgå för allmänheten uppstår frågan varför överavkastningen inte har minskat i takt med att fler investerare kunnat ta del av värde/contrarianstrategin. Lakonishok, Shleifer och Vishny (1994) anser att backtesting av investeringsstrategier som baseras på en stor mängd data och långa tidsserier är ett relativt nytt fenomen. Även om Graham och Dodds publikation dateras till 1934 är det alltså först på senare år som värdeinvesteringsstrategin fått sitt erkännande (Lakonishok, Shleifer & Vishny, 1994). En annan möjlighet till varför överavkastning har uppnåtts är att urvalsfel har begåtts i de empiriska studierna av värdeaktiernas överavkastning som studerades av Lo och MacKinlay (1990). Lakonishok, Shleifer och Vishny (1994) vidhåller dock att många olika tidsserier har studerats som tyder på att överavkastning är möjlig. Davis (1994) uppnådde överavkastning i sin studie av stora amerikanska företag under perioden 1931-1960, Chan, Hamao och Lakonishoks (1991) i sin studie av företag

på den japanska marknaden samt Capaul, Rowley och Sharpe (1993) som utöver USA och Japan även inkluderade den franska, tyska, schweiziska och brittiska marknaden.

Asness (1997) menar att anledningen till att värdeinvesteringsstrategier fungerar är att få investerare är bekväma med att hålla aktier som anses billiga enligt olika multiplar, exempelvis aktier med lågt P/B. De investerare som väljer att hålla dessa aktier erhåller således en premie för det upplevda risktagandet. Asness (1997) hävdar vidare att oavsett vilket P/B ett företag har är investerare bekväma att hålla aktien förutsatt att den har uppnått bra avkastning historiskt. Dessa investerare belönas således inte med någon riskpremie eftersom tillgången anses vara en trygg investering (Asness, 1997).

Greenblatts (2010) strategi MFI¹¹ bygger även den på att investera i värdeaktier och Greenblatt förklarar att investerare tenderar att sluta följa strategin när den underpresterar jämförelseindex ett antal månader eller år i rad. För att MFI ska vara effektiv krävs därför precis som för många andra investeringsstrategier i regel långa tidsperioder vilket innebär att en eventuell investerare måste lita på strategin till fullo och förstå varför den fungerar (Greenblatt, 2010).

2.4 EV/EBITDA och EV/EBIT

EV/EBITDA är en multipel som på senare tid börjat användas allt mer på finansiella marknader för att mäta värdet på ett bolag vid ett eventuellt uppköp (Damodaran, 2012). Banker, Private Equity-bolag och riskkapitalister använder ofta EBITDA som ett mått på hur stor skuldsättning företaget klarar av att hantera eftersom EBITDA är en lämplig approximation av det operationella kassaflödet företaget genererar (Frykman & Tolleryd, 2003). EV uttrycker börsvärdet på ett bolag adderat med nettoskulden (Damodaran, 2012). Det är alltså det pris som skulle behöva betalas för att köpa upp samtliga aktier i företaget och lösa dess skulder (Damodaran, 2012). EBITDA används ofta för att jämföra lönsamheten mellan olika branscher och bolag eftersom posten inte tar hänsyn till effekter av finansierings- och redovisningsbeslut (Damodaran, 2012). På så sätt jämförs varje företags förmåga att generera vinster, utan att ta hänsyn till de tillgångar som krävs för att företaget ska fungera (Damodaran, 2012). Vidare hävdar Damodaran (2012) att multipeln är användbar vid relativvärdering eftersom få bolag behöver sorteras bort på

¹¹ Magic Formula Investing

grund av ett negativt EBITDA. Den tar även bort aspekten att företag använder sig av olika avskrivningsmetoder som i sin tur påverkar rörelseresultatet. Som en följd av att EV/EBITDA inte tar hänsyn till avskrivningar är det många investerare som föredrar att använda EBIT i nämnaren (Damodaran, 2012). Om en jämförelse görs mellan två kapitalintensiva företag som endast skiljer sig åt med avseende på ålder, skulle det äldre företaget värderas till en högre EV/EBITDA-multipel eftersom företaget skulle ha lägre andel avskrivningar jämfört med det yngre företaget. Greenblatt (2010) använde sig bland annat av EV/EBIT för att hitta undervärderade företag och förutsatte att EBIT var detsamma som EBITDA minskat med underhållsinvesteringar. Om företaget är kapitalintensivt och präglas av hög tillväxt kan EBIT vara ett rimligare mått, samtidigt som EBITDA som lönsamhetsmått lämpar sig bättre i de fall där avskrivningarna endast utgör en liten del av EBITDA (Greenblatt, 2010). Berman, Knight och Case (2006) betonar emellertid att EBIT kan vara ett missvisande nyckeltal, eftersom företag kan manipulera periodiseringen av kostnader.

EV är även effektiv för att jämföra företag med olika kapitalstruktur, eftersom det beaktar den finansiella hävstången i företaget. En situation som komplicerar värderingen med hjälp av både EV/EBIT och EV/EBITDA är när ett företag äger värdepapper som utfärdats av ett annat börsnoterat bolag. Detta leder till att ett minoritetsägande adderas till värdet av EV men inte tas i beaktning med EBIT eller EBITDA (Damodaran, 2012). Med anledning av detta ges ett omotiverat högt värde på multiplarna vilket antyder att bolaget är övervärderat (Damodaran, 2012). Ytterligare brister är att beräkningen av det operationella kassaflödet kan ge en missvisande bild för aktieägarna. Att bortse från avskrivningar kan göra att kapitalintensiva företag som kräver en stor andel underhållsinvesteringar framstår som billiga utifrån EV/EBITDA (Damodaran, 2012).

Enligt Damodaran (2012) härleds multipeln EV/EBITDA på följande sätt:

$$EV/EBITDA = \frac{(1-t) - \frac{DA}{EBITDA} \quad (1-t) - \frac{\text{Återinvesteringsgrad}}{EBITDA}}{\text{Vägd kapitalkostnad} - \text{Förväntad tillväxt}}$$

Tabellen nedan förklarar hur en ökning eller minskning i de ingående variablerna påverkar respektive multipel. För att visa på skillnaderna mellan multiplar baserade på företagsvärden respektive marknadsvärden har P/E inkluderats i tabellen. Eftersom EV beskriver företagsvärdet och EBIT samt EBITDA hämtas från resultaträkningen är både täljare och nämnare av samma natur. P/E behandlar istället värdet på eget kapital i både täljare och nämnare. För att förtydliga att P/E inte tar hänsyn till skuldsättning har kostnaden för eget kapital separerats från den vägda kapitalkostnaden.

Tabell 1 - Egen tabell över faktorer som påverka olika multiplar

| | EV/EBIT | EV/EBITDA | P/E |
|------------------------|---------|-----------|-----|
| Tillväxt ↑ | ↑ | ↑ | ↑ |
| Risk ↑ | ↓ | ↓ | ↓ |
| Kassaflöde ↑ | | | ↑ |
| DA/EBITDA ↑ | | ↓ | |
| Kostnad eget kapital ↑ | ↓ | ↓ | ↓ |
| Vägd kapitalkostnad ↑ | ↓ | ↓ | |
| Återinvesteringsgrad ↑ | ↓ | ↓ | |
| Skatt ↑ | ↓ | ↓ | |

Damodaran (2012) hävdar att i huvudsak fem faktorer påverkar multipeln:

1. Företag med högre förväntad tillväxttakt (g) kommer att handlas till en högre EV/EBIT och EV/EBITDA-multipel, allt annat lika.
2. Företag med en större andel avskrivningar, allt annat lika, kommer att handlas till en lägre EV/EBITDA-multipel eftersom en större summa läggs tillbaka till EBITDA, som befinner sig i nämnaren.
3. Företag med högre kapitalkostnad kommer att handlas till lägre EV/EBIT och EV/EBITDA-multiplar, allt annat lika.
4. Företag som kräver en större andel återinvesteringar för att kunna upprätthålla sin tillväxttakt, exempelvis genom underhållsinvesteringar, kommer att handlas till en lägre EV/EBIT och EV/EBITDA-multipel, allt annat lika.
5. Företag med högre skattesats, allt annat lika, kommer generera en lägre EV/EBIT och EV/EBITDA-multipel.

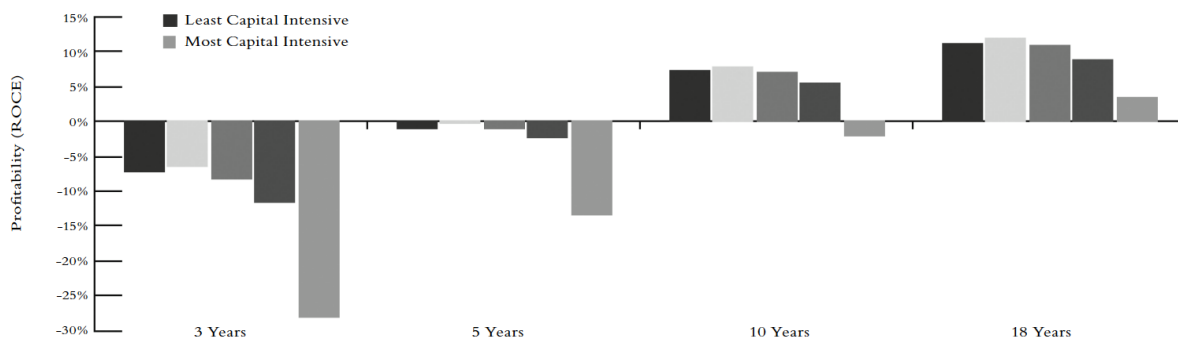
Formeln för EV/EBIT tar precis som EV/EBITDA hänsyn till återinvesteringsgraden, kapitalkostnaden, skattesatsen och den förväntade tillväxttakten:

$$EV/EBIT = \frac{(1 - t) (1 - \text{Återinvesteringsgrad})}{\text{Vägd kapitalkostnad} - \text{Förväntad tillväxt}}$$

2.5 Investeringar och dess värdeskapande för aktieägare

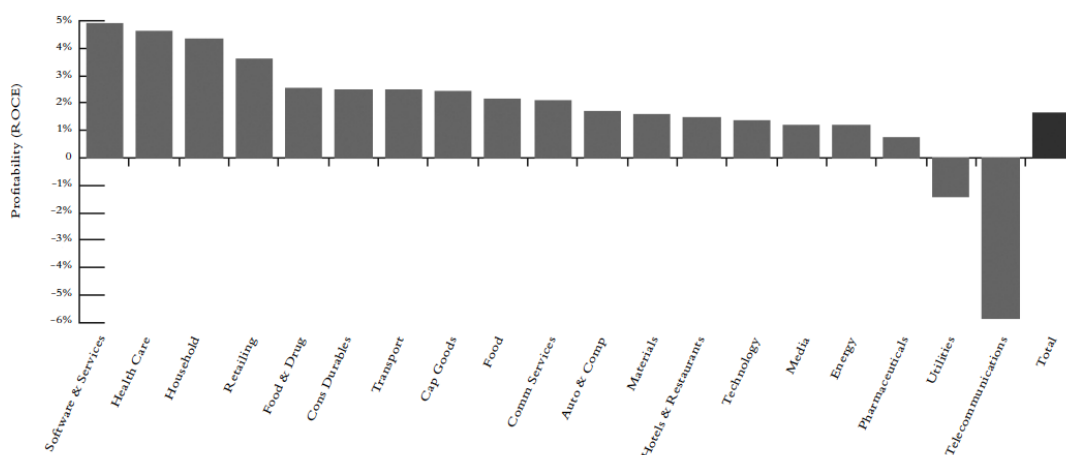
Enligt Damodaran (2012) bör låga EV/EBIT-multiplar präglas av en mindre andel investeringar än låga EV/EBITDA-multiplar. Av denna anledning finns det ett syfte i att undersöka vilket värde investeringar skapar ur ett aktieägarperspektiv. Parker, Ortega, Neuhart och Kauser (2011) menar att företag med stora investeringar i materiella tillgångar i förhållande till exempelvis intäkter kan definieras som kapitalintensiva. Vidare hävdar de att mindre kapitalintensiva bolag är beroende av deras immateriella tillgångar som inkomstkälla. En låg kapitalintensitet innebär alltså att ett företag levererar starka resultat i förhållande till investerat kapital, vilket i slutändan skapar värde för aktieägarna (Elmasry, 2007). Lee, A, Lee J och Lee, C (2009) anser att bolagsrisken är högre hos kapitalintensiva företag då de tenderar att ha en större andel fasta kostnader. De menar att risken är större eftersom fasta kostnader inte avtar när efterfrågan minskar. Vid en lågkonjunktur blir därför den negativa effekten på lönsamheten större för kapitalintensiva företag (Lee, A, Lee, J & Lee, C, 2009).

Elmasry (2007) menar att företag som är beroende av materiella tillgångar och kräver löpande investeringar för att behålla sin konkurrensfördel sannolikt är förlorare på lång sikt. Eftersom kapitalintensiva affärsmodeller enklare kan kopieras av konkurrenter, medför det överkapacitet och priskonkurrens på marknaden vilket i slutändan påverkar bolagets lönsamhet (Elmasry, 2007). Slutsatsen grundar Elmasry (2007) på sin studie som innebar att han undersökte sambandet mellan kapitalintensitet och aktieavkastning för 2200 bolag från Nordamerika och Europa under tidsperioden 1984-2002. Resultaten visade att mindre kapitalintensiva bolag genererade högre avkastning relativt de mer kapitalintensiva över tre-, fem-, tio- och artonåriga tidsperioder. Elmasry (2007) anser att det är ett tecken på att mindre kapitalintensiva företag är mer attraktiva, oavsett investeringsperiod. Resultatet illustreras grafiskt i figuren redan.



Figur 1 - Samband mellan avkastning och kapitalintensitet (Elmasry, 2007)

Elmasry (2007) nämner även att kapitalintensiteten kan skilja sig avsevärt inom samma bransch. Som exempel nämner han Novo Nordisk och Merck, som båda verkar inom läkemedelsindustrin. Novo Nordisks produkter anses vara mer komplexa och företagens investeringar uppgick vid Elmasrys (2007) studie till elva procent i förhållande till intäkterna, medan samma siffra för Merck uppgick till cirka fem procent. Vidare analyserade han sambandet mellan kapitalintensitet och aktieavkastning inom varje bransch under samma tidsperiod. Figur 1 visar hur många procentenheter angett i ROCE som mindre kapitalintensiva företag uppnår i förhållande till mer kapitalintensiva företag. Som framgår av figur 2 skulle en investering i de mindre kapitalintensiva företagen relativt de mer kapitalintensiva generera en högre avkastning i alla branscher utom två. Författaren menar att de två branscherna som avviker klassificeras som naturliga monopol och att det är den höga kapitalintensiteten som avskräcker möjliga konkurrenter från att träda in på marknaden (Elmasry, 2007).



Figur 2 - Samband mellan kapitalintensitet och aktieavkastning inom respektive bransch (Elmasry, 2007)

Elmasrys (2007) resultat går i linje med Porter (1979) som hävdar att bolag med immateriella tillgångar som patent och licenser har en konkurrensfördel med anledning av att det är svårare att replikera affärsmodellen för bolag av den typen. Eftersom de kräver mindre kapitalinvesteringar för att behålla sin konkurrensfördel och snarare har en konkurrensfördel på grund av sina immateriella tillgångar, är de mer sannolika att erhålla en hög avkastning över lång tid (Barney, 1991).

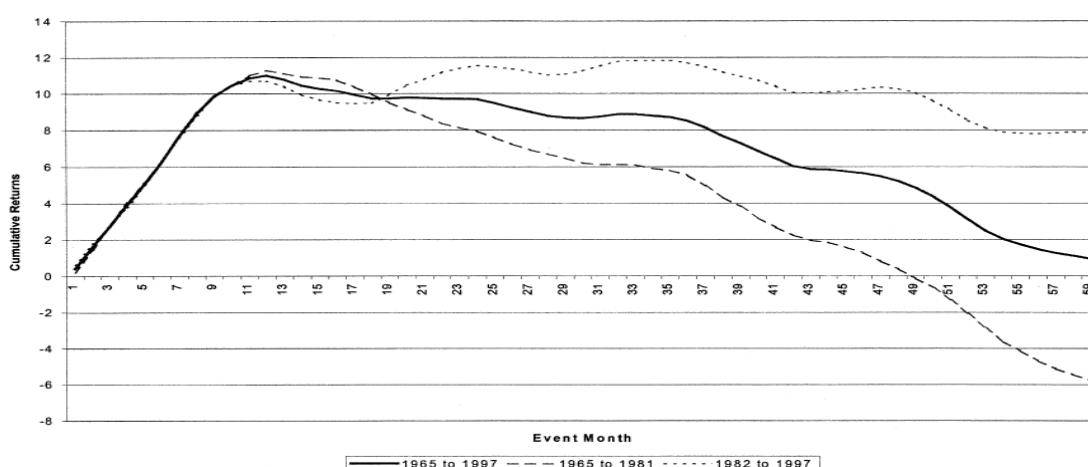
Bloom, Lambrechts och Le Roux (1998) hävdar att graden av kapitalintensitet kan användas som informationskälla för att förutspå hur ett företag reagerar på olika ekonomiska förändringar. Ett högt ränteläge missgynnar kapitalintensiva företag som måste betala mer för sina investeringar. Kapitalintensiva företag är således mer konjunkturkänsliga (Bloom, Lambrechts & Le Roux, 1998).

DeRosa (2010) och Greenwald m.fl. (2004) menar istället att kapitalintensitet är positivt med avseende på att det skapar inträdesbarriärer för konkurrerande företag. DeRosa (2010) nämner exemplet Target Corporation som efter Walmart är störst i USA inom lågprissegmentet. För att växa och underhålla sin omfattande bas av varuhus krävs stora investeringar, men trots detta har företaget skapat omfattande värde för sina aktieägare under de senaste 30 åren. En förutsättning för detta är emellertid att den höga skuldsättningen som ofta ackompanjerar kapitalintensiva företag matchas av jämna framtida kassaflöden (DeRosa, 2010).

2.6 Momentum- och contrarianstrategi

De portföljer som i denna studie kombinerar respektive multipel med ett prisindex utgör en blandning av en värde- och momentumstrategi. Värdestrategier grundar sig på ett contrariansynsätt eftersom de båda strategierna letar efter prisdiskrepanser för att hitta undervärderade aktier (Investopedia, u.å.). Det finns vissa mindre skillnader mellan en värde- och contrarianstrategi, exempelvis att investerare som följer en contrarianstrategi lägger större vikt vid marknadsaspekter såsom kommentarer i media, konsensusestimater och handelsvolym (Investopedia, u.å.). Trots dessa skillnader mellan de båda strategierna kommer studier som baserats på contrarianstrategier att användas för att stödja argument som kan härledas till värdestrategier, eftersom de bygger på samma teoretiska grund.

Jegadeesh och Titman (1993) fann i sin studie att aktier som presterat bra historiskt tenderar att prestera bra även i framtiden, varav aktier som underpresterat tenderar att underprestera framöver. Fenomenet beskriver de som en momentumeffekt och studien grundar sig i en analys av olika portföljer som hålls mellan tre till tolv månader innan de byts ut. Contrarianstrategin förutsätter ett omvänt samband, där aktier som tidigare presterat bra kommer att prestera sämre framöver, och vice versa (Conrad & Kaul, 1998). De båda strategierna verkar emellertid vara känsliga för innehavsperioden. Jegadeesh och Titman (2001) undersökte om deras resultat från år 1993 fortsatte att gälla fram till 2000-talet samtidigt som de utvärderade innehavsperiodens effekt på avkastningen. Slutsatsen var att portföljer som hålls mellan 13-60 månader uppvisar negativ avkastning. Resultatet illustreras grafiskt i figuren redan.



Figur 3 - Samband mellan innehavsperiod och ackumulerad avkastning (Jegadeesh & Titman, 2001)

Figuren är hämtad från Jegadeesh och Titmans (2001) studie “Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations” och förklarar sambandet mellan innehavsperioden och den ackumulerade avkastningen.

Tabell 2 - Egen tabell över sambandet mellan information, innehavsperiod och signifikansnivå

| Information (månader) | Innehavsperiod | Signifikansnivå |
|-----------------------|----------------|-----------------|
| 3 | 9 | 5 % |
| 3 | 12 | 5 % |
| 6 | 6 | 5 % |
| 6 | 9 | 5 % |
| 6 | 12 | 5 % |
| 9 | 3 | 10 % |
| 9 | 6 | 10 % |
| 9 | 9 | 10 % |
| 9 | 12 | 5 % |

Hogan, Jarrow, Teo och Waracha (2004) analyserade Jegadeesh och Titmans (2001) studie vidare och valde att lägga vikt vid ytterligare en dimension för innehavsperioderna. I tabellen ovan, som baseras på Hogans m.fl. (2004) studie har samtliga portföljkombinationer som uppvisat ett statistiskt signifikant samband inkluderats. De konstaterade att en innehavsperiod på nio månader som baserats på sex månaders historisk avkastning presterat bättre än en innehavsperiod på ett år som grundat sig på historisk avkastning för ett år, även om båda genererade positiv avkastning (Hogan m.fl., 2004). Resultatet för den sistnämnda portföljen kunde dock inte säkerställas statistiskt. Om informationen ska grunda sig på de senaste tre månaderna krävs en innehavsperiod på minst nio månader. Om informationen istället hämtas från sex månader tillbaka räcker det med en innehavsperiod på samma antal månader. Resultatet antyder att det är svårt att skapa en momentumeffekt på kort sikt¹².

Bodie, Kane och Marcus (2011) nämner dock att studier på momentumstrategier inte nödvändigtvis motbevisar EMH utan att det istället beror på att marknadens riskpremie varierar över tid. När marknadspremien och därmed avkastningskravet stiger, kommer aktiepriserna att sjunka. Om marknaden sedan återhämtar sig samtidigt som

¹² <6 månader

avkastningskravet är fortsatt högt, kommer detta ge intrycket att aktierna återhämtar sig (Bodie, Kane & Marcus, 2011).

Asness (1997) hävdar att contrarian- och momentumstrategier fungerar bättre enskilt än om de kombineras, på grund av att de korrelerar negativt med varandra. En värdeinvesteringsstrategi skulle således fungera bättre om investeringen baseras på enbart förloraraktier än om en kombination av förlorar- och vinnaraktier används. I en senare studie finner emellertid Asness, Moskowitz och Pedersen (2013) att en kombination av en likaviktad värde- och momentumstrategi är immun mot likviditetsrisk och genererar substantiell överavkastning. Asness, Moskowitz och Pedersen (2013) hävdar att likviditetsrisk uppvisar en negativ korrelation med värdestrategier men en positiv korrelation med momentumstrategier och hänvisar således en viss del av den negativa korrelationen mellan de båda strategierna till likviditetsrisken. Samtidigt som likviditetsrisken delvis kan förklara varför momentumstrategier erhåller en positiv riskpremie, innebär det faktum att värdestrategier korrelerar negativt med likviditetsrisk att den positiva riskpremien för värdestrategier blir svår att förklara i detta sammanhang.

Asness, Moskowitz och Pedersen (2013) fann en stark korrelation mellan strategierna över olika typer av tillgångar och marknader och hävdar att det kan finnas gemensamma globala riskfaktorer som utgör en premie för de båda strategierna. Premien blir emellertid svår att förklara med hjälp av rådande rationella APT¹³ som är beroende av faktorer som investeringsrisk eller företagets tillväxtmöjligheter för att förklara premien. De hävdar vidare att en kombination av en momentum- och värdestrategi är bättre med avseende på förväntad avkastning och diversifiering vilket utgör ytterligare en utmaning för modeller som CAPM att förklara. Att momentumstrategier korrelerar positivt med likviditetsrisk samtidigt som värdestrategier korrelerar negativt kan förklaras av att en momentumstrategi representerar de mest populära och således likvida transaktionerna givet att investerare jagar de aktier som apprecierat mest under den närmaste tidsperioden (Asness, Moskowitz & Pedersen, 2013). Värdeaktier representerar istället ett contrariansynsätt (Investopedia, u.å.). När en likviditetschock uppstår kommer investerare som vill sälja av sina tillgångar på grund av ett likviditetsbehov och riskhantering sätta större prispress på de mest populära och omsatta transaktionerna

¹³ Asset Pricing Theories

(Pedersen, 2009). Detta sker på grund av att alla försöker lämna tillgångarna vid samma tidpunkt, samtidigt som de mindre omsatta tillgångarna i form av värdeaktier inte påverkas i samma utsträckning (Pedersen, 2009).

3 Metod

Studiens utgångspunkt är att analysera möjligheten att urskilja undervärderade aktier på Stockholmsbörsen genom att bygga portföljer baserade på företag med låga respektive höga EV/EBIT- och EV/EBITDA-multiplar. De båda multiplarna har även kombinerats med en momentumstrategi i form av ett sexmånaders prisindex, för att undersöka om en kombination av en värde- och momentumstrategi leder till högre avkastning än en värdestrategi som enskild faktor. Portföljerna har delats upp i olika innehavsperioder för att se vilken effekt tidsaspekten har på resultatet. Eftersom multiplarna dels har analyserats var för sig, dels tillsammans med ett prisindex samt för två olika innehavsperioder har totalt tolv portföljer skapats. Åtta av dessa har bytts ut varje halvår och de resterande fyra varje helår. Studien undersöker tidsperioden 2005-03-31 - 2016-03-31. Anledningen till att den 31:a mars valts som startpunkt är att de flesta bolag har publicerat sina årsredovisningar vid denna tidpunkt, vilket var avgörande för beräkningen av multiplarna. Riskjusterad avkastning har beräknats för varje portfölj för att sedan jämföras med hur OMXSPI har presterat under samma period. Tabell 3 ger en överblick av portföljerna som ingått i studien. I avsnitt 3.5 förklaras portföljernas utformning mer ingående.

Tabell 3 - Portföljkonstruktion

| Portföljkonstruktion | | | |
|-----------------------------|-------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|
| Portfölj 1 | Portfölj 2 | Portfölj 3 | Portfölj 4 |
| Låga EV/EBIT | Låga EV/EBIT | Låga EV/EBITDA | Låga EV/EBITDA |
| Innehavsperiod 6 mån | Innehavsperiod 12 mån | Innehavsperiod 6 mån | Innehavsperiod 12 mån |
| Portfölj 5 | Portfölj 6 | Portfölj 7 | Portfölj 8 |
| Höga EV/EBIT | Höga EV/EBIT | Höga EV/EBITDA | Höga EV/EBITDA |
| Innehavsperiod 6 mån | Innehavsperiod 12 mån | Innehavsperiod 6 mån | Innehavsperiod 12 mån |
| Portfölj 9 | Portfölj 10 | Portfölj 11 | Portfölj 12 |
| Låga EV/EBIT + Prisindex | Låga EV/EBITDA + Prisindex | Höga EV/EBIT + Prisindex | Höga EV/EBITDA + Prisindex |
| Innehavsperiod 6 mån | Innehavsperiod 6 mån | Innehavsperiod 6 mån | Innehavsperiod 6 mån |

3.1 Utformning

Vi har för denna studie valt att använda en deduktiv ansats, vilket innebär att den utgår från existerande teori för att testa studiens frågeställningar mot verkligheten via observationer (Bryman & Bell, 2013). Givet att denna studie syftar till att styrka delar av den referensram som finns inom området samtidigt som den ämnar att ifrågasätta de teorier som talar emot begreppet riskjusterad överavkastning lämpar sig en deduktiv ansats (Blaikie, 2003). Kritik mot en deduktiv ansats grundar sig i att information kan anpassas för att överensstämna och bekräfta den teori som studien bygger på, vilket riskerar att viktig och relevant information lämnas obeaktad (Jacobsen, 2002). Eftersom denna studie har behandlat teorier som är både för och emot möjligheten att uppnå överavkastning har det inte funnits något incitament att manipulera informationen för att den ska överensstämna med någon specifik teori. Alternativet hade varit att använda en induktiv ansats, vilket hade inneburit att insamlad data legat till grund för val av teorier (Bryman & Bell, 2013). En induktiv ansats hade således kunnat vara fördelaktig om studien syftat till att bygga nya teorier snarare än att testa befintliga (Bhattacharjee, 2012). En fördel med en induktiv ansats är att hypoteserna prövas innan teorin tas i beaktning, vilket minimerar problemet med förutbestämda åsikter om studiens resultat (Jacobsen, 2002).

Vi har valt en kvantitativ metod för denna studie eftersom den baseras på historisk kvantifierad data som bearbetats med statistiska verktyg. Detta är i linje med Patel och Davidson (2011) som hävdar att en kvantitativ metod är att föredra i de fall där statistisk bearbetning, mätbarhet och analys av data är centrala delar för att kunna svara på studiens frågeställningar. Eftersom studien syftar till att mäta och jämföra resultat som testas inom olika konfidensintervall föreföll det därför naturligt att tillämpa en kvantitativ undersökningsmetod. Alternativet hade enligt Bryman och Bell (2013) varit en kvalitativ metod. Med anledning av att en kvantitativ metod är vanligt förekommande för studier som grundar sig på numerisk data (se De Bondt och Thaler, 1985; Conrad och Kaul, 1998; Chan, 1988) har vi valt att använda samma metod för att förbättra möjligheten att jämföra resultaten från de olika studierna. Detta ökar enligt Jacobsen (2002) studiens generaliserbarhet.

3.2 Tid- och innehavsperiod

Studien syftar till att undersöka investeringsstrategier på Stockholmsbörsen under tidsperioden 2005-03-31 till 2016-03-31. Vi valde denna tidsperiod för att dels ta hänsyn till börsens kraftiga uppgång innan den finansiella krisen 2008, dels perioden som följde denna kris men även de förhållanden som präglar vår nutid. Att tidsperioden sträcker sig över både låg- och högkonjunkturer gör det möjligt att undersöka om strategierna håller över tid och inte bara beror på specifika händelser. Att tidsperioden löper fram till 2016 gör att studien kan betraktas som aktuell samt att den återspeglar dagens marknadsförhållanden.

Valet att studera innehavsperioder på sex respektive tolv månader grundar sig dels i Jegadeesh och Titmans (2001) studie som kom fram till att momentumstrategier med innehavsperioder längre än 12 månader hade ett negativt samband med portföljens avkastning. Även Fred och Mossenberg (2015) som bland annat studerade EV/EBIT, kom fram till att tidsperioder längre än ett år hade en negativ inverkan på portföljernas avkastning. Karlsson och Najafi (2011) studerade innehavsperioder på sex månader men eftersom en jämförelse med en längre tidsperiod saknades gick det inte att jämföra deras resultat med studier som inkluderat längre tidsperioder likt Fred och Mossenberg (2015). Vi har inte heller funnit någon studie som inkluderat innehavsperioder om både sex respektive tolv månader varken för multipeln EV/EBIT eller EV/EBITDA.

3.3 Val av data

Vi valde att samla in sekundärdata på grund av fördelen att informationen redan finns tillgänglig, vilket innebär en lägre kostnad i form av tid och pengar (Bryman & Bell, 2013). Alternativet hade varit att använda primärdata, men givet studiens kvantitativa karaktär har en omfattande mängd data krävts till följd av tidsperioden på elva år. Med anledning av detta hämtade vi sekundärdata från databasen Thomson Reuters Eikon, hädanefter Eikon. Databasen är internationellt erkänd inom det finansiella området men bör trots detta inte bedömas som en felfri källa för studiens inhämtade data. Enligt Bryman och Bell (2013) är en nackdel med sekundärdata att det inte går att kontrollera kvaliteten på datan. Björklund och Paulsson (2003) betonar därför vikten av att granska sekundärdata med ett kritiskt förhållningssätt. Ett problem som kan uppstå för studier av denna typ är att innehållet i företagens rapporter är heterogent i den benämning att

företagen kan ha valt att presentera olika variationer av samma multiplar. Både EV/EBIT och EV/EBITDA kan exempelvis beräknas utifrån TTM¹⁴, LFY¹⁵ och *forward*. Eftersom datan har hämtats från Eikon har emellertid samma definitioner använts för samtliga bolag. Risken finns dock att Eikon kan ha tillhandahållit felaktig information för somliga bolag och med anledning av detta genomfördes stickprov för att säkerställa att informationen som inhämtats stämmer överens med företagets redovisade rapporter. På så sätt minimeras risken att fel data används vid studien (Bryman & Bell 2013).

Massaro (2011) nämner att Eikon introducerades under en tid av ekonomisk oro och tvingades genomföra ett omfattande plattformsskifte med strikt kostnadskontroll. Inledningsvis tog det för lång tid att hämta ny information och nedladdningen av data till Microsoft Excel krävde mycket minne från datorn. Massaros (2011) artikel nämner dock att plattformen förbättrats betydligt på senare tid jämfört med den första versionen. Vi har upplevt programvaran som problematisk i avseendet att den har kraschat vid ett flertal tillfällen. Vi har emellertid ansett att Eikon utgjort det mest fördelaktiga alternativet för denna studie med avseende på tillgänglighet och kapacitet. Att använda en annan databas, exempelvis Bloomberg, som besitter liknande egenskaper hade inneburit en stor kostnad. Dessutom hade möjligheten att få hjälp vid eventuella frågor troligtvis varit mindre med tanke på att Eikon är standardprogramvaran vid Linköpings universitet. Vidare begränsas datainsamlingen till en databas för att minimera risken att definitioner av information skiljer sig åt mellan olika databaser. Trots riskerna med sekundärdata ansåg vi valet fördelaktigt på grund av att datahämtningen var förhållandevis tidseffektiv och därmed frigjorde mer tid till andra delar av studien.

3.4 Urval och bortfall

Inledningsvis hämtades data från samtliga bolag tillhörande indexet OMXSPI för varje år från Eikon. Urvalet innehöll således de tre huvudlistorna Large, Mid och Small Cap på Stockholmsbörsen. Multiplarna EV/EBIT och EV/EBITDA kan enligt Damodaran (2012) ses som en lämplig approximation av ett företags operativa kassaflöde. Av denna anledning valde vi att rensa urvalet från finansiella bolag då deras verksamhet till stor del påverkas av räntenettet (Damodaran, 2012). Eftersom varken EBIT eller EBITDA

¹⁴ Trailing Twelve Months

¹⁵ Last Fiscal Year

påverkas av räntenettet skulle finansiella bolag ge en missvisande bild och av denna anledning har de tagits bort från urvalet. Även fastighetsbolagens resultaträkning påverkas till stor del av räntenettet, men vi valde att ha kvar dessa eftersom de inte utgjorde någon tydlig majoritet annat än för EV/EBITDA med en innehavsperiod på tolv månader. För att i så stor utsträckning som möjligt spegla verkligheten har studien syftat till att vara restriktiv med att manuellt påverka urvalet, för att investeringsstrategin ska vara förhållandevis lätt att applicera. Av samma anledning har extremvärden inte tagits bort från urvalet annat än i de fall där multiplarna uppvisat negativa värden.

Vi har exkluderat företag från urvalet som saknar den data som krävs. Ett krav har varit att aktiekurser har funnits att tillgå under hela den aktuella innehavsperioden. Bolag som avnoterats under tidsperioden har fått ingå i urvalet med förutsättningen att de haft tillgänglig data för den innehavsperiod som varit aktuell. Karlsson och Najafi (2011) valde att inte behandla avnoterade bolag i sin studie, vilket ledde till att mer än hälften av aktierna exkluderades i urvalet. Enligt Damodaran (2012) är ett vanligt förekommande fel vid analys av investeringsstrategier att de utgår från existerande bolag vilket kan leda till missvisande slutsatser med anledning av att hänsyn inte tas till avnoterade bolag. Malkiel (1995) benämner fenomenet *survivorship bias* och förklarar att avnoterade fondbolag som exkluderats från urvalet leder till en felaktig bild av hur fonder presterat över tid. Även Kothari, Shanken och Sloan (1995) samt Brown och Goetzmann (1995) diskuterar problematiken med att survivorship bias kan överdriva en studies prediktionsförmåga med avseende på avkastning. För att undvika detta problem samt säkerställa investeringsstrategins trovärdighet inkluderar denna studie även bolag som avnoterats från Stockholmsbörsen under den studerade tidsperioden.

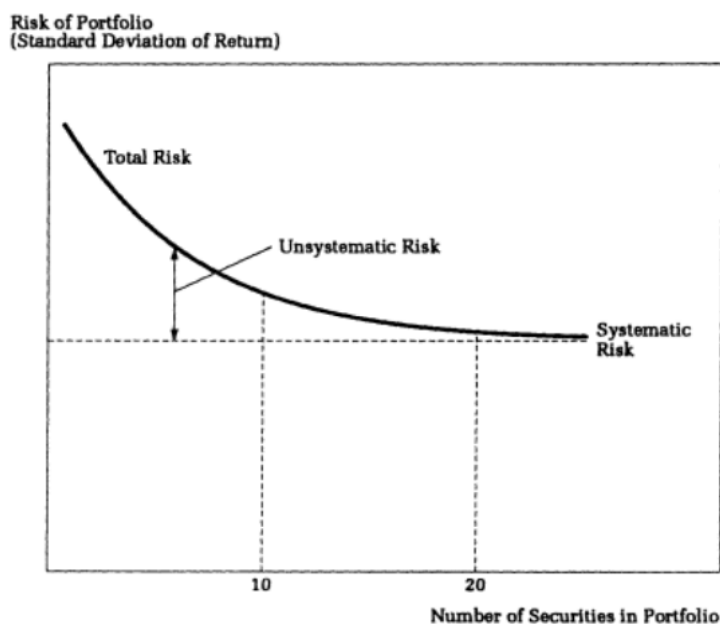
Om ett företag haft mer än en typ av aktie har den aktie som haft högst omsättning ingått i urvalet. Ett bolag med flera olika aktier skulle annars kunna utgöra en större del av innehavet vilket skulle försämra studiens kvalitet samt diversifieringen av portföljen. En annan anledning till valet av de mest omsatta aktierna är att deras *bid-ask-spread* vanligtvis är mindre (Damodaran, 2012).

Aktiekurserna som har använts baseras på månadsdata i form av stängningskurser för respektive aktie. Coudert och Raymon-Feingold (2011) menar att användning av

månadsdata istället för dags- eller veckodata skapar bättre förutsättningar för att separera betydelsefulla marknadsrörelser från brus, vilket i sin tur leder till bättre slutsatser.

3.5 Portföljsammansättning

För att besvara studiens frågeställningar konstruerades totalt tolv portföljer som förvaltades under perioden 2005-03-31 - 2016-03-31. Åtta portföljer byttes ut varje halvår och resterande fyra varje helår. Varje portfölj omfattades av 20 aktier, där varje aktie fick en vikt på fem procent, vilket innebär att varje aktie haft lika stor möjlighet att bidra till resultatet. Anledningen till varför varje portfölj utgjordes av 20 aktier grundar sig i Modigliani och Pogue (1974) studie som bland annat beskriver hur det går att diversifiera bort den osystematiska risken genom att öka antalet aktier i portföljen. Som figuren nedan visar blir effekten av ytterligare diversifiering marginell efter cirka 20 aktier.



Figur 4 - Samband mellan antal aktier och portföljrisk (Modigliani & Pogue, 1974)

De 20 aktier som utgjorde varje portfölj valdes ut efter att ha rangordnats från lägst till högst multipelvärde. En portfölj som avser exempelvis låga EV/EBIT innehåller således de 20 aktier som haft lägst EV/EBIT-multipel. Greenblatt (2010) nämner att en multipel med ett förhållandevis lågt värde anses vara en indikation på att tillgången är undervärderad. För att skapa portföljerna som kombinerade multipeln med ett sexmånaders prisindex, poängsattes urvalet utifrån två kriterier. Kriteriet för prisindexet innebar att den aktie som uppvisat lägst avkastning senaste halvåret tilldelades lägst

poäng, och den aktie som uppvisat högst avkastning erhöll högst poäng. Samma procedur genomfördes sedan för exempelvis låga EV/EBIT, där högst poäng istället tilldelades aktien med lägst multipelvärde, eftersom låga multipelvärden är att föredra i enlighet med en värdestrategi (Graham & Dodd, 2009). Avslutningsvis adderades poängen för de båda faktorerna och de 20 aktier med högst poäng totalt sett bildade en portfölj. Tabell 3 nedan visar ett exempel på hur rangordningen genomfördes.

Tabell 4 - Exempel för rangordning av aktier baserat på poängsystemet

| | Multipel | Poäng | | Avkastning (6 mån) | Poäng | Totalt | Rank |
|---------|----------|-------|---------|--------------------|-------|--------|---------|
| ABB | 12,92 | 3 | ABB | 16,29 % | 5 | 8 | ABB |
| VOLVO | 13,81 | 2 | VOLVO | 7,37 % | 2 | 4 | TELE2 |
| TELE2 | 11,41 | 4 | TELE2 | 10,57 % | 3 | 7 | SSAB |
| SANDVIK | 14,87 | 1 | SANDVIK | 14,07 % | 4 | 5 | SANDVIK |
| SSAB | 10,96 | 5 | SSAB | 5,85 % | 1 | 6 | VOLVO |

Efter varje innehavsperiod rangordnades aktierna på nytt vilket medförde att innehaven i portföljerna förändrades efter varje innehavsperiod. Tabell 3 nedan visar vilka portföljer som ingått i studien och hur de har bytts ut beroende på innehavsperiod.

Tabell 3 – Portföljkonstruktion

| Portföljkonstruktion | | | |
|-----------------------------|-------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|
| Portfölj 1 | Portfölj 2 | Portfölj 3 | Portfölj 4 |
| Låga EV/EBIT | Låga EV/EBIT | Låga EV/EBITDA | Låga EV/EBITDA |
| Innehavsperiod 6 mån | Innehavsperiod 12 mån | Innehavsperiod 6 mån | Innehavsperiod 12 mån |
| Portfölj 5 | Portfölj 6 | Portfölj 7 | Portfölj 8 |
| Höga EV/EBIT | Höga EV/EBIT | Höga EV/EBITDA | Höga EV/EBITDA |
| Innehavsperiod 6 mån | Innehavsperiod 12 mån | Innehavsperiod 6 mån | Innehavsperiod 12 mån |
| Portfölj 9 | Portfölj 10 | Portfölj 11 | Portfölj 12 |
| Låga EV/EBIT + Prisindex | Låga EV/EBITDA + Prisindex | Höga EV/EBIT + Prisindex | Höga EV/EBITDA + Prisindex |
| Innehavsperiod 6 mån | Innehavsperiod 6 mån | Innehavsperiod 6 mån | Innehavsperiod 6 mån |

3.6 Bearbetning av data

3.6.1 Beräkning av avkastning

Data som hämtats från Eikon bearbetades och sammanställdes i Microsoft Excel, hädanefter Excel. För att läsaren ska få en tydlig överblick på hur studiens resultat beräknats förklaras formlerna som tillämpats fortsättningsvis.

För att mäta portföljernas prestation under den valda tidsperioden beräknades avkastningen på månadsbasis för respektive aktie som den procentuella prisförändringen på slutvärdet i förhållande till ursprungsvärdet. För att beräkna avkastningen har följande formel använts:

$$\text{Avkastning} = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

För att få portföljens totala avkastning varje månad summerades aktiernas avkastning utifrån det aritmetiska medelvärdet. Det aritmetiska medelvärdet användes för att tillskriva varje aktie lika stor vikt i portföljen och beräknades som summan av aktiernas avkastning i förhållande till deras vikt i portföljen enligt följande formel:

$$\bar{x} = \frac{x_1 + \dots + x_n}{n}$$

där:

\bar{x} är det aritmetiska medelvärdet,

x_n representerar avkastningen för respektive aktie,

och n antalet aktier i portföljen.

För att ta fram den ackumulerade avkastningen har varje portfölj utgått från startvärdet 100 som sedan har förändrats varje månad utifrån det aritmetiska medelvärdet av portföljavgkastningen. Om förändringen nästkommande månad exempelvis varit fem procent, innebär det att det absoluta värdet blir $100 \times (1+0,05)$. För månaden därpå blir således utgångspunkten 105, vilket innebär att beräkningen tar hänsyn till ränta-på-ränta-effekten. För att beräkna den ackumulerade avkastningen har följande formel använts:

$$P_1 = P_0(1 + \Delta\bar{x})$$

För att skapa en uppfattning om hur den genomsnittliga årliga avkastningen har sett ut för hela den studerade tidsperioden användes CAGR¹⁶, som beräknats med hjälp av följande formel:

$$CAGR = \left(\frac{P_1}{P_0}\right)^{\left(\frac{1}{n}\right)} - 1$$

Även logaritmerad avkastning beräknades för att avgöra till hur stor del extremvärden gällande aktiernas prisutveckling påverkade portföljens avkastning (Enders, 1995). Den logaritmerade avkastningen minskar heteroskedasticiteten, vilket i detta fall innebär variansen mellan portföljernas observerade värden (Wooldridge, 2015). Logaritmeringen skapar således en mer normalfördelad spridning. Logaritmerad avkastning beräknas enligt följande:

$$\text{Logaritmerad avkastning} = \log\left(\frac{P_1 - P_0}{P_0}\right)$$

3.6.2 Beräkning av andelen avskrivningar i förhållande till EBITDA

För att beräkna andelen avskrivningar för respektive portfölj har EBIT och EBITDA för varje företag hämtats från Eikon. Därefter har skillnaden mellan EBIT och EBITDA beräknats, som således utgör avskrivningarna. Dessa har dividerats med EBITDA för att få ut andelen avskrivningar i förhållande till EBITDA. Detta mått har använts på samtliga portföljer, oavsett om portföljen grundar sig på multipeln EV/EBIT eller EV/EBITDA.

För att skapa en överblick av andelen avskrivningar för samtliga portföljer har ett aritmetiskt medelvärde beräknats för varje innehavsperiod, där extremvärden tagits bort för att skapa en rättvis bild. Det aritmetiska medelvärdet har jämförts med medianen för att säkerställa att extremvärden inte haft någon betydande effekt. Portföljerna som kombinerats med ett prisindex har inte analyserats utifrån andelen avskrivningar i

¹⁶ Compounded Annual Growth Rate

förhållande till EBITDA, eftersom de ingående påverkande faktorerna kan skilja sig i större utsträckning än för multiplarna EV/EBIT och EV/EBITDA.

3.6.3 Utdelningar och transaktionskostnader

Effekten av utdelningar och transaktionskostnader har ej beräknats för denna studie. Att vi bortsett från transaktionskostnader grundar sig dels i att dessa är beroende av investeringens storlek och dels att tidigare jämförbara studier har valt att bortse från transaktionskostnader. Denna studie har i den mån det varit möjligt ämnat att efterlikna metodval från liknande studier för att öka studiens generaliserbarhet. Vi är medvetna om att innehavsperioderna som omfattar sex månader kan leda till transaktionskostnader som får en nämnvärd ekonomisk effekt om investeringen som görs är förhållandevis stor. Damodaran (2012) nämner att många forskare väljer att ignorera transaktionskostnader, men påpekar samtidigt att somliga investeringsstrategier är dyrare än andra i detta avseende. Eftersom innehavsperioderna sträcker sig över sex respektive tolv månader går det att argumentera för att strategin skulle kunna ses som intensiv med hänsyn till antalet transaktioner och således bör inkludera transaktionskostnader, även om detta inte har gjorts för denna studie.

Att utdelningar har exkluderats grundar sig i praktiska svårigheter givet att utdelningsperioden kan se olika ut för respektive företag. Att inkludera utdelningarna hade även krävt ett index som tar hänsyn till utdelningar. Genom att exkludera både utdelningar och transaktionskostnader från studien minskar även risken för felberäkningar.

3.6.4 CAPM

För att uppskatta de olika portföljernas förväntade avkastning i förhållande till risk har CAPM¹⁷ använts. CAPM som modell beskriver förhållandet mellan den systematiska risken och den förväntade avkastningen för finansiella tillgångar. Den förväntade avkastningen jämfördes med den faktiska avkastningen för respektive portfölj för att beräkna den riskjusterade avkastningen. Modellen bygger vidare på tankar från

¹⁷ Capital Asset Pricing Model

Markowitz (1952) teori om sambandet mellan risk och avkastning i modern portföljteori och utvecklades av Sharpe (1964), Lintner (1965) och Mossin (1966). CAPM beräknas som

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

där:

R_i utgör den förväntade avkastningen,

R_f motsvarar den riskfria räntan,

β_i hur volatil tillgången är i förhållande till marknaden,

och R_m speglar marknads förväntade avkastning.

Formeln förutsätter ett linjärt samband mellan tillgångens förväntade avkastning och dess beta, vilket antyder att en tillgång som är mer volatil än en annan, allt annat lika, förväntas uppnå en högre avkastning (Bodie, Kane & Marcus, 2011). Beta mäter hur tillgången och marknads avkastning korrelerar. Den systematiska risk som beta förklarar kan inte diversifieras bort eftersom CAPM bygger på antagandet att samtliga investerare håller en väldiversifierad portfölj (Damodaran, 2012). Black, Jensen och Scholes (1972) samt Fama och McBeth (1973) fann ett positivt samband mellan genomsnittlig avkastning och marknadsbeta baserat på den finansiella databasen CRSP¹⁸ med fokus på NYSE¹⁹ under tidsperioden 1926-1968. Detta samband tycks dock inte hålla över tid då Fama och French (1992) inte kunde hitta bevis för sambandet under perioden 1963-1990. Även Roll (1976) har kritiserat CAPM och hävdar att den inte lämpar sig för att i praktiken bevisa sambandet mellan förväntad avkastning och risk.

Bodie, Kane och Marcus (2011) nämner att en applicering av CAPM kan vara problematisk i praktiken eftersom den bygger på en rad olika antaganden. Samtliga individer som investerar på marknaden förväntas utgöra en liten del av marknaden som helhet, vilket innebär att den handel som varje individ bedriver inte påverkar priserna på tillgångarna. Modellen bortser från skatt- och transaktionskostnader samt förutsätter att alla investerare är rationella, i den mening att de utgår från Markowitz (1952) moderna

¹⁸ The Center for Research in Security Prices

¹⁹ New York Stock Exchange

portföljteori. Vidare förutsätts alla individer ha tillgång till samma information och att de analyserar tillgångar på samma sätt och således matar in samma värden i modellen för en specifik tillgång. Detta antagande förutsätter enligt CAPM att det inte går att hitta över- eller undervärderade tillgångar i form av exempelvis aktier.

Vi valde att använda CAPM för att beräkna den riskjusterade avkastningen med anledning av att den än idag är den modell som i huvudsak används av både professionella investerare och för undervisning av finansiella kurser (Fama & French, 2004). Givet att ett flertal studier av liknande karaktär (se Karlsson & Najafi, 2011; Fred & Mossenber, 2015; Pirttilä & Nordh, 2015 samt Besterman & Larsson, 2016) har använt CAPM för att förklara riskjusterad avkastning anser vi att generaliserbarheten för denna studie ökar genom att använda samma modell.

3.6.5 Jämförelseindex och riskfri ränta

Eftersom indexet OMXSPI representerar samtliga aktier på Stockholmsbörsen föreföll det naturligt att använda OMXSPI som jämförelseindex gentemot studiens portföljer. Damodaran (2012) menar att analysen av portföljens prestation relativt ett index blir felaktig om ett jämförelseindex som inte anses vara representativt används. Vidare krävs ett index som speglar portföljernas urval för att kunna göra en korrekt estimering av portföljernas betavärden.

Den riskfria räntan som använts genomgående i studien ligger på 1,24 procent. För att beräkna den riskfria räntan hämtades en tioårig svensk statsobligation från Eikon med månatliga värden för YTM²⁰ under hela den studerade tidsperioden. Därefter beräknades de månatliga värdena om till årliga, vilka slutligen låg till grund för beräkningen av det aritmetiska medelvärdet för den studerade tidsperioden. Inom det finansiella området är det vanligt förekommande att använda långa statsobligationsräntor vilket enligt Damodaran (2012) motiveras av att konkursrisken samt reinvesteringsrisken anses vara närmast obefintlig. Valet motiveras ytterligare av att strategin förutsätter en långsiktig tidshorisont samt att en tioårig statsobligation är det närmast tillgängliga komplement till en riskfri ränta även om studien avser en längre tidsperiod.

²⁰ Yield To Maturity

3.6.6 Betavärde

För att beräkna portföljernas betavärden har historisk avkastning för 52 veckor hämtats för varje portfölj, vilket är i linje med Damodaran (2012) som hävdar att ett lämpligt antal observationer för betaestimeringen bör ligga inom intervallet 48-60. Vid färre antal observationer anses de enskilda observationerna få för stor påverkan på estimeringen, varav ett större antal observationer ger motsatt effekt (Damodaran, 2012). Givet att estimeringen i detta fall grundats på 52 observationer hamnar antalet observationer inom det lämpliga intervallet. Betavärdet beräknades i Excel med hjälp av en linjär regression där Y-variabeln (beroende variabel) utgjorde portföljens förväntade avkastning och X-variabeln (oberoende variabel) utgjorde jämförelseindex avkastning. Vidare har ett genomsnittligt beta räknats ut för varje portfölj för hela den studerade tidsperioden. Anledningen till detta har varit att ge en överblick på samma sätt som övriga resultat som redovisats för tidsperioden i sin helhet.

3.6.7 Statistiska tester

För att testa om eventuell överavkastning för respektive portfölj är statistisk signifikant genomfördes ett parat två-sampel t-test för medelvärde i Excel. Testet är parametriskt vilket förutsätter att observationerna är normalfördelade (Wahlin, 2011). Enligt den centrala gränsvärdessatsen kan samplingfördelningen för medelvärden antas vara approximativt normalfördelad om antalet observationer är tillräckligt stort samtidigt som slumpvariablerna är oberoende från varandra (Wahlin, 2011). En stickprovsstorlek på 30 enheter anses enligt Wahlin (2011) vara tillräckligt stor för att samplingfördelningen ska kunna betraktas som approximativt normalfördelad. Eftersom antalet observationer uppgår till 132 bör fördelningen således kunna betraktas som approximativt normalfördelad.

Under resultatdelen har histogram för den månatliga avkastningens fördelning infogats för att visa på att fördelningen uppvisar ett approximativt normalfördelat mönster. Av denna anledning har vi valt att endast säkerställa resultaten statistiskt för portföljernas vanliga ackumulerade avkastning. Det andra kravet för att samplingfördelningen ska kunna antas vara approximativt normalfördelad är att de ingående variablerna är oberoende från varandra. I denna studie har variablerna emellertid inte varit oberoende från varandra. Variablerna har utgjorts av portföljernas respektive OMXSPIs avkastning

som beräknats utifrån ett aritmetiskt medelvärde varje månad. Eftersom aktierna som valts ut för respektive portfölj även ingår i jämförelseindexet innebär detta att de finns med i båda grupperna och påverkas av samma yttre faktorer, exempelvis konjunktur. Av denna anledning valdes ett parvist t-test som mäter skillnaderna mellan varje mättillfälles värden och beräknar ett t-test som om det vore en population istället för två.

3.7 Metod- och källkritik

Syftet med studien var att studera samtliga bolag på Stockholmsbörsen men brist på data från Eikon ledde till att många bolag sorterades bort. Viss kritik kan därför riktas mot det förhållandevis stora bortfallet eftersom dessa bolag eventuellt hade kunnat utgöra en del av portföljerna. Enligt Jacobsen (2002) krävs ett kritiskt synsätt vid användning av sekundära källor. Resultatet för denna studie är beroende av tillförlitligheten i den data som hämtats från Eikons databas. Eikons plattform är inte felfri och har uppvisat brister, främst i form av att data saknats för en stor mängd företag. Att komplettera datan med hjälp av andra källor hade dock kunnat leda till att olika varianter och definitioner av multiplar använts. För att i viss utsträckning kunna säkerställa att den data som hämtats varit korrekt har stickprov tagits på urvalet och jämförts med bolagens årsredovisningar.

Att studien inte har tagit hänsyn till transaktionskostnader kan anses påverka dess verklighetsförankring negativt, men med anledning av de orsaker som nämndes i avsnitt 3.6.3 ansågs fördelarna med att utesluta transaktionskostnader överväga nackdelarna. En annan brist är att datan till stor del har bearbetats manuellt. För att motverka risken för felaktiga beräkningar har mallar skapats i Excel. I de fall det varit möjligt har *script* använts, som via programvaran MATLAB automatiserat ett antal beräkningar. Det går dock inte att utesluta att felberäkningar kan ha uppstått.

Likt många tidigare studier har vi bortsett från det faktum att köp- och säljkurser kan skilja sig åt, då alla aktier som antingen köpts eller sålts antagits göra detta till föregående dags köpkurs. Eftersom vissa av portföljernas aktier präglats av lägre likviditet i förhållande till övriga innebär det att deras *bid-ask-spread* blivit större. Eftersom ingen justering har genomförts för denna skillnad uppstår en *bid-ask-bias* (Damodaran, 2012) vilket innebär att risken finns att studiens resultat kan vara missvisande med hänsyn till detta.

Studiens tillförlitlighet är beroende av att den redovisningsinformation som finns om respektive bolag är korrekt. Eftersom de flesta bolag släppt sin årsredovisning den 31:a mars valdes detta datum som startpunkt för varje ny innehavsperiod. Risken finns emellertid att vissa bolag inte släppt sina rapporter den 31:a mars, vilket kan ha varit orsaken till varför datan i vissa fall varit bristfällig från Eikon vid beräkningen av multiplarna.

3.7.1 Reliabilitet

En studie med hög reliabilitet innebär att den till hög grad går att replikera i det avseende att samma metod och data genererar ett snarlikt resultat oavsett vilken tidpunkt studien görs eller vem som utför studien (Roberts, Priest & Traynor, 2006). Att studien grundar sig på sekundärdata underlättar möjligheten att återskapa studien och dess resultat. Detta ökar tillförlitligheten och därmed reliabiliteten. Risken för misstag har varit störst vid bearbetningen av datan, som har skett i Excel. Många av dessa möjliga misstag har emellertid gått att kontrollera, exempelvis genom att använda mallar vid behandlingen av datan och *script* som automatiserat somliga beräkningar. Sett till portföljernas urval har extremvärden endast tagits bort i form av negativa multiplar. Eftersom detta tydligt framgår i metoden samtidigt som begreppet negativa multiplar bör anses vara objektivt, minskar risken för subjektiva bedömningar vid databehandlingen. Vidare har datahämtningen uteslutande gjorts från en databas. På så sätt förenklas möjligheten att använda ett liknande tillvägagångssätt vid hämtning av data för att uppnå samma resultat. För att kunna replikera studien är det i synnerhet viktigt att samma metod används för att hantera bortfallet. I de fall där data har saknats i form av aktiepriser eller multiplar har de påverkade bolagen sorterats bort från urvalet.

Källorna som använts för denna studie har till stor del kommit från välrenommerade och internationellt erkända tidskrifter vilket bör styrka studiens reliabilitet. Källor i form av andra magisteruppsatser har i första hand använts för att hänvisa till liknande studier. Samtliga magisteruppsatser har dessutom sitt ursprung i samma universitet som denna studie, vilket bör innebära att metoderna för granskning är av samma natur.

3.7.2 Validitet

En studie med hög validitet innebär i enlighet med Bryman och Bell (2013) att det som studeras överensstämmer med studiens syfte. Eftersom syftet med denna studie är att undersöka olika multiplars möjlighet att generera överavkastning, är det viktigt att datan bearbetas korrekt och att de metoder som används för att analysera multiplarna är förenliga med studiens syfte.

Med tanke på att Eikon tillhandahöll färdiga uträkningar för multiplarna som undersöktes bör det anses öka möjligheten att replikera studien vilket talar för en ökad validitet. Det stora bortfallet av data har medfört en viss problematik eftersom studien ämnar att identifiera undervärderade bolag. Risken med det omfattande bortfallet är att dessa bolag eventuellt hade kunnat utgöra en del av portföljerna. Samtidigt hade komplikationer kunnat uppstå om flera olika databaser använts för att öka urvalet, då det kan uppstå skillnader vid begreppsdefinitioner av multiplar.

Givet att det finns ett flertal studier som behandlar de multiplar som ingår i denna studie, däribland Fred och Mossenberg (2015) för EV/EBIT samt Karlsson och Najafi (2011) och Besterman och Larsson (2016) för EV/EBITDA går det att argumentera för att det finns en god teoretisk förankring för dessa begrepp, vilket enligt Bryman och Bell (2013) ökar validiteten.

Den interna validiteten grundar sig i begreppet kausalitet och behandlar således den problematik som kan uppstå när ett samband mellan en oberoende och en beroende variabel ska undersökas (Bryman & Bell, 2013). För att ta fram betavärdet för de olika portföljerna samt undersöka om resultaten går att säkerställa statistiskt användes portföljens avkastning som beroende variabel och jämförelseindex (OMXSPI) som oberoende variabel. Samtidigt som resultaten för sju av tolv portföljer gick att säkerställa inom ett dubbelsidigt konfidensintervall om minst 90 procent kan det kausala sambandet ifrågasättas till viss del givet att portföljerna rensades från finansiella bolag samtidigt som det valda jämförelseindexet lämnades ojusterat.

Extern validitet handlar om i vilken utsträckning resultaten är beroende på urvalet eller om de går att generalisera (Bryman & Bell, 2013). Studiens extensiva bortfall på bolag

bör ses som en nackdel för den externa validiteten. Möjligheten att replikera studiens utfall bör emellertid ses som stor givet att tidsperioden är snarlik, att bortfallet hanteras på samma sätt som för denna studie samt att Eikon används som databas. Modifieringen av urvalet kan anses vara restriktiv med tanke på att andelen kriterier varit relativt få, däribland att data skulle finnas för respektive innehavsperiod, att endast en aktie per bolag fick ingå i studien, att finansiella bolag rensades från urvalet samt att extremvärden rensades i form av negativa värden.

3.7.3 Generaliserbarhet

För att skapa ett bidrag till studiens forskningsområde är det viktigt att studiens resultat är generaliserbart, vilket till stor del beror på om urvalet kan anses vara representativt eller ej (Bryman & Bell, 2013). För denna studie är det dessutom av stor betydelse att det går att säkerställa resultaten från portföljerna statistiskt för att generaliserbarheten ska kunna anses vara hög.

Denna studie har undersökt Stockholmsbörsen under perioden 2005-03-31 - 2016-03-31, vilket innebär en tidsperiod som behandlar både hög- och lågkonjunktur samt en omfattande finansiell kris under 2008-2009. Valet att studera strategin och dess prestation under en tidsperiod som sträcker sig över olika konjunkturlägen grundar sig i viljan att undersöka om strategin håller över tid eller om effekten är slumpmässig. Vi anser att valet att studera perioder med olika konjunkturlägen stärker generaliserbarheten. Givet att studien syftar till att testa EV/EBIT och EV/EBITDAs förmåga att generera överavkastning på lång sikt, hade studiens resultat kunnat vara missvisande om endast ett konjunkturläge eller en specifik tidsperiod använts.

Möjligheten att replikera resultaten från denna studie på andra finansiella marknader beror till stor del på hur lika dessa marknader är, främst med avseende på effektivitet, bolagsstorlek och branscher i förhållande till Stockholmsbörsen. Andra länder kan präglas av annorlunda redovisningsprinciper vilket kan leda till definitionsskillnader vid beräkningen av multiplarna. Detta kan således innebära ett problem om en annan studie ämnar att undersöka om resultatet från denna studie går att applicera på andra geografiska områden. Eftersom denna studie bortser från listor som är mindre än Small Cap på Stockholmsbörsen, förutsätter ett försök att generalisera studiens resultat att listor med

liknande krav på företagsstorlek används. Även om denna studies tidsperiod sträcker sig över olika konjunkturlägen finns det en risk att den varit avgörande för studiens resultat, vilket kan anses minska generaliserbarheten om en replikerande studie avser att undersöka en annan tidsperiod. En replikerande studie bör därför inkludera tidsperioder som sträcker sig över liknande konjunkturlägen för att resultatet med större sannolikhet ska kunna jämföras med denna studies resultat. Givet att det gick att säkerställa den ackumulerade avkastningen statistiskt för sju av totalt tolv portföljer antyder det emellertid att en replikerande studie bör ha goda förutsättningar att överavkasta ett liknande jämförelseindex förutsatt att urvalet och längden på tidsperioden är av liknande karaktär.

4 Resultat

4.1 Sammanfattning av resultat

Totalt har tolv portföljer skapats. Under perioden 2005-03-31 - 2016-03-31 byttes åtta av dessa ut 03-31 och 09-30 varje år och resterande fyra 03-31. I figuren nedan sammanställs resultaten som erhållits från studien, och redovisas i form av ackumulerad avkastning, ackumulerad lognormalfördelad avkastning, riskjusterad avkastning, årlig genomsnittlig avkastning samt portföljernas betavärde. Resultaten presenteras tillsammans med OMXSPI för att åskådliggöra hur marknaden har utvecklats i förhållande till respektive portfölj. Bredvid den ackumulerade avkastningen redovisas till vilken grad avkastningen varit signifikant gentemot OMXSPI.

| EV/EBIT 6 mån | | | | EV/EBIT 12 mån | | | |
|---------------------------|------------|-----------|---------|---------------------------|------------|-----------|---------|
| | 20 lägsta | 20 högsta | OMXSPI | | 20 lägsta | 20 högsta | OMXSPI |
| Ack. avkastning | 786,80%*** | 62,90% | 100,64% | Ack. avkastning | 471,97%*** | 159,12% | 100,64% |
| Ack. Log. avkastning | 305,63% | -43,19% | 68,92% | Ack. Log. avkastning | 156,72% | -8,01% | 68,92% |
| Ack. Riskjust. avkastning | 711,15% | -1,37% | - | Ack. Riskjust. avkastning | 400,05% | 94,67% | - |
| CAGR | 19,95% | 4,15% | 5,97% | CAGR | 15,64% | 8,26% | 5,97% |
| Beta (11 år) | 0,75 | 0,63 | 1 | Beta (11 år) | 0,71 | 0,64 | 1 |

| EV/EBITDA 6 mån | | | | EV/EBITDA 12 mån | | | |
|---------------------------|-----------|-----------|---------|---------------------------|-----------|-----------|---------|
| | 20 lägsta | 20 högsta | OMXSPI | | 20 lägsta | 20 högsta | OMXSPI |
| Ack. avkastning | 277,61%† | 117,86% | 100,64% | Ack. avkastning | 351,32%** | 212,93% | 100,64% |
| Ack. Log. avkastning | 54,29% | -13,31% | 68,92% | Ack. Log. avkastning | 86,98% | 19,67% | 68,92% |
| Ack. Riskjust. avkastning | 226,84% | 71,41% | - | Ack. Riskjust. avkastning | 296,89% | 166,59% | - |
| CAGR | 11,71% | 6,70% | 5,97% | CAGR | 13,38% | 9,97% | 5,97% |
| Beta (11 år) | 0,50 | 0,45 | 1 | Beta (11 år) | 0,54 | 0,45 | 1 |

| EV/EBIT + prisindex | | | | EV/EBITDA + prisindex | | | |
|---------------------------|------------|---------|---------|---------------------------|------------|----------|---------|
| | Låga | Höga | OMXSPI | | Låga | Höga | OMXSPI |
| Ack. avkastning | 748,20%*** | 189,35% | 100,64% | Ack. avkastning | 739,13%*** | 328,22%* | 100,64% |
| Ack. Log. avkastning | 321,42% | 184,85% | 68,92% | Ack. Log. avkastning | 302,44% | 77,42% | 68,92% |
| Ack. Riskjust. avkastning | 671,75% | 115,21% | - | Ack. Riskjust. avkastning | 687,03% | 252,53% | - |
| CAGR | 19,50% | 9,26% | 5,97% | CAGR | 19,39% | 12,89% | 5,97% |
| Beta (11 år) | 0,76 | 0,93 | 1 | Beta (11 år) | 0,51 | 0,75 | 1 |

Signifikansnivå

*** = 1 % ** = 2 % * = 5 % † = 10 %

Figur 5 - Sammanfattning av studiens resultat

4.2 EV/EBIT 6 mån

Tabell 5 - EV/EBIT 6 mån

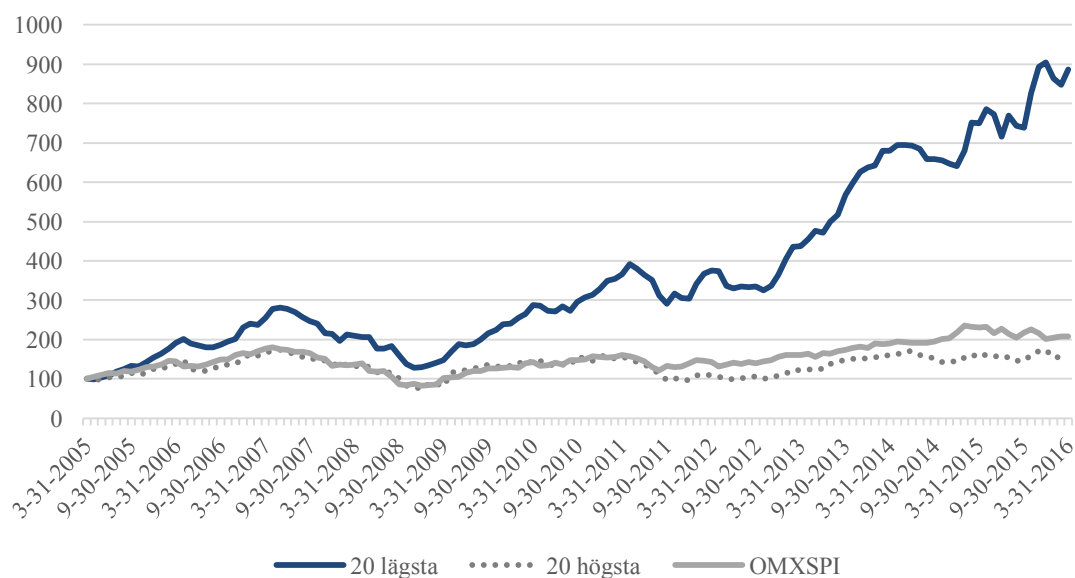
| | 20 lägsta | 20 högsta | OMXSPI |
|---------------------------|------------|-----------|---------|
| Ack. Avkastning | 786,80%*** | 62,90% | 100,64% |
| Ack. Log. avkastning | 305,63% | -43,19% | 68,92% |
| Ack. Riskjust. avkastning | 711,15% | -1,37% | - |
| CAGR | 19,95% | 4,15% | 5,97% |
| Beta (11 år) | 0,75 | 0,63 | 1 |

Signifikansnivå

*** = 1 % ** = 2 % * = 5 % † = 10 %

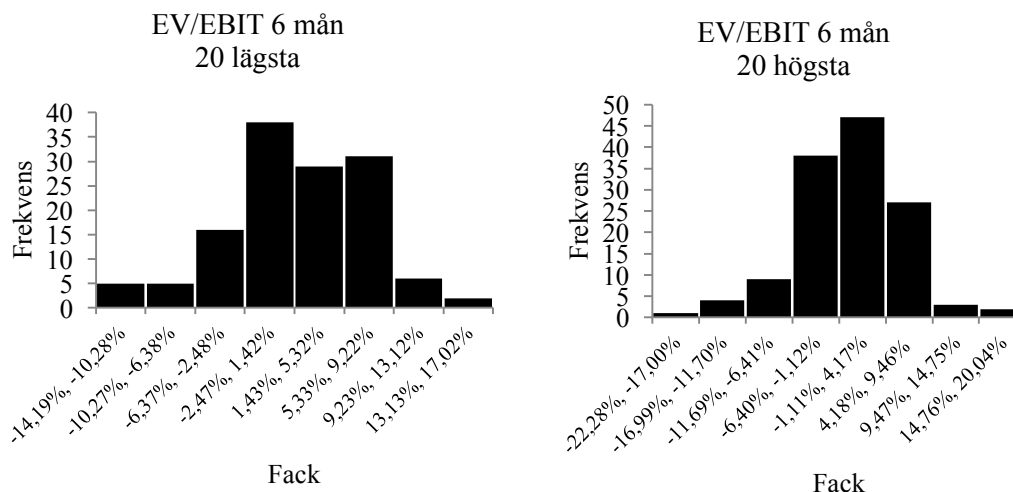
Tabell 5 visar resultatet av de portföljer som omfattat multipeln EV/EBIT med en innehavsperiod på sex månader. De 20 aktier som haft lägst EV/EBIT-multiplar inför respektive innehavsperiod har under den totala tidsperioden på elva år genererat en ackumulerad avkastning på 786,80 procent, samtidigt som avkastningen för OMXSPI uppgick till 100,64 procent. Portföljen uppnådde den högsta ackumulerade avkastningen av samtliga studerade portföljer. I kontrast genererade portföljen med de 20 aktier som haft högst EV/EBIT-multiplar lägst ackumulerad avkastning av samtliga portföljer med 62,90 procent. Av de tolv studerade portföljerna var det endast denna portfölj som inte lyckades generera överavkastning gentemot OMXSPI. För att skapa en uppfattning om den genomsnittliga årliga avkastningen har CAGR beräknats. En investering i låga EV/EBIT 6 mån har under tidsperioden genererat en årlig avkastning på 19,95 procent, vilket kan jämföras med 4,15 procent för höga EV/EBIT 6 mån samt 5,97 procent för OMXSPI. Betavärdena i figuren representerar den beteckning på risk som använts genomgående i studien. Betavärdet på 0,75 respektive 0,63 för låga samt höga EV/EBIT-multiplar med en innehavsperiod på sex månader antyder att portföljerna förväntats uppvisa lägre varians i förhållande till Stockholmsbörsen. Resultatet har däremot visat på ett omvänt samband för portföljen med låga EV/EBIT-multiplar, som präglats av en större varians på avkastningen i förhållande till Stockholmsbörsen. Den riskjusterade avkastningen uppgick enligt CAPM till 711,15 procent för portföljen med låga EV/EBIT 6 mån respektive -1,37 procent för portföljen med höga EV/EBIT 6 mån. Resultaten från portföljerna kan endast säkerställas statistiskt för portföljen med låga EV/EBIT 6 mån, som med ett p-värde på 0,0000064 befinner sig inom ett 99-procentigt dubbelsidigt

konfidensintervall. Portföljernas avkastning har även logaritmerats för att avgöra vilken påverkan extremvärden, i den mening att de avviker från normalfördelningen, haft på resultatet. Den logaritmerade avkastningen uppgick till 305,63 procent för låga EV/EBIT 6 mån, -43,19 procent för höga EV/EBIT 6 mån samt 68,92 procent för OMXSPI.



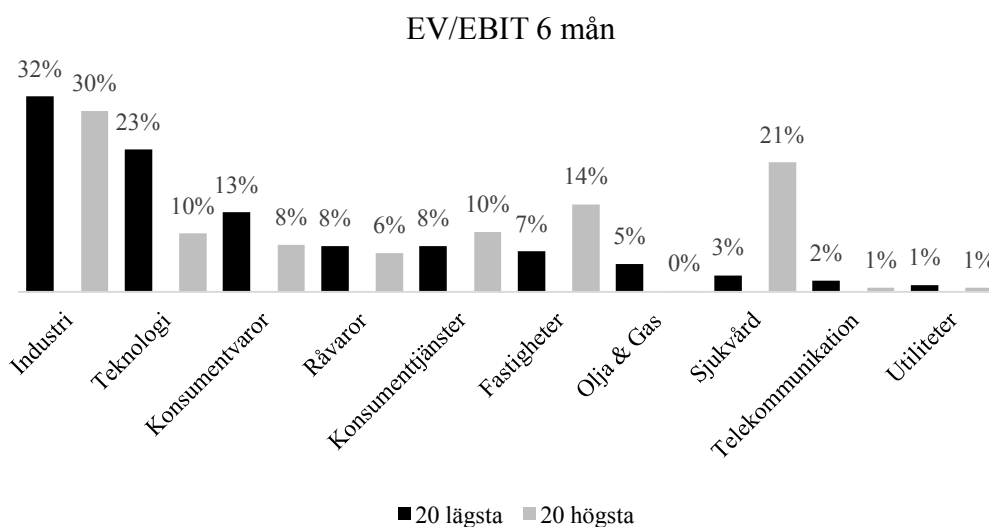
Figur 6 - Portföljernas avkastning gentemot OMXSPI

Figur 6 visar den ackumulerade avkastningen för tidsintervallet 2005-03-31 - 2016-03-31 om en investering på 100 kr genomförs den 31:a mars 2005. En investering på 100 kr för låga EV/EBIT 6 mån har genererat ett portföljvärde på 886,80 kr vid investeringsperiodens slut. Under samma period har en investering på 100 kr i höga EV/EBIT 6 mån inneburit ett portföljvärde på 162,90 kr, att jämföra med 200,64 kr för OMXSPI.



Figur 7 - Månadsavkastningens fördelning

Givet att denna studie har bortsett från att säkerställa resultaten statistiskt för den lognormalfördelade avkastningen visas histogram över fördelningen på månadsavkastningen.



Figur 8 - Portföljernas branschindelning

För respektive portfölj har en branschanalys genomförts. Figuren ovan representerar branschindelningen för låga respektive höga EV/EBIT-multiplar med en innehavsperiod på sex månader. För portföljen baserad på låga EV/EBIT 6 mån tillhörde majoriteten av bolagen industri- och teknologisektorn. Sjukvård- och industrisektorn representerade istället en majoritet för portföljen med höga EV/EBIT 6 mån.

4.2.1 EV/EBIT 12 mån

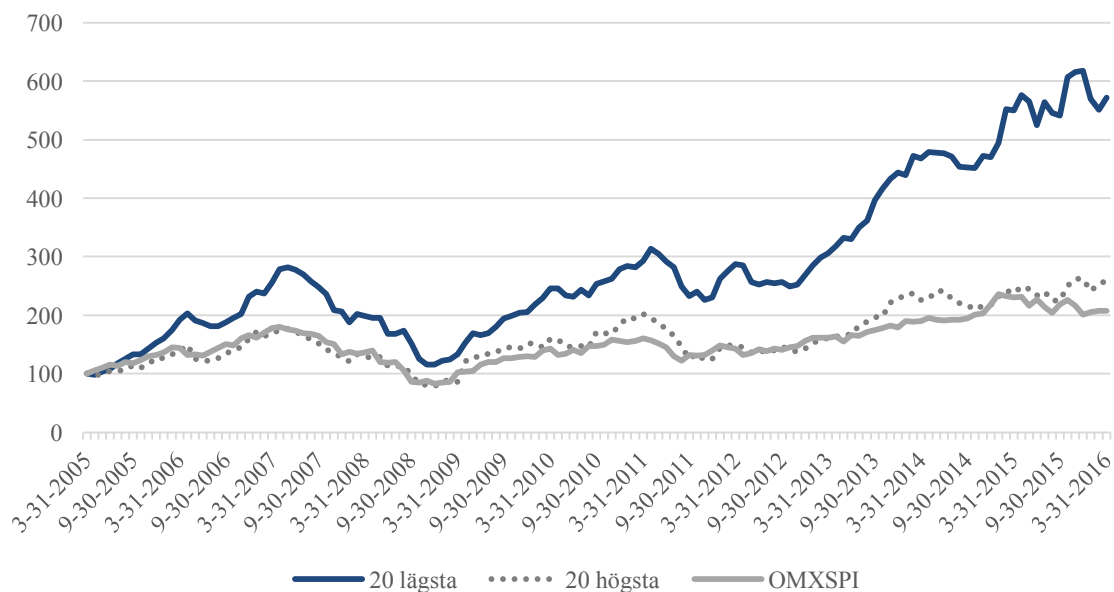
Tabell 6 - EV/EBIT 12 mån

| | 20 lägsta | 20 högsta | OMXSPI |
|---------------------------|------------|-----------|---------|
| Ack. avkastning | 471,97%*** | 159,12% | 100,64% |
| Ack. Log. avkastning | 156,72% | -8,01% | 68,92% |
| Ack. Riskjust. avkastning | 400,05% | 94,67% | - |
| CAGR | 15,64% | 8,26% | 5,97% |
| Beta (11 år) | 0,71 | 0,64 | 1 |

Signifikansnivå

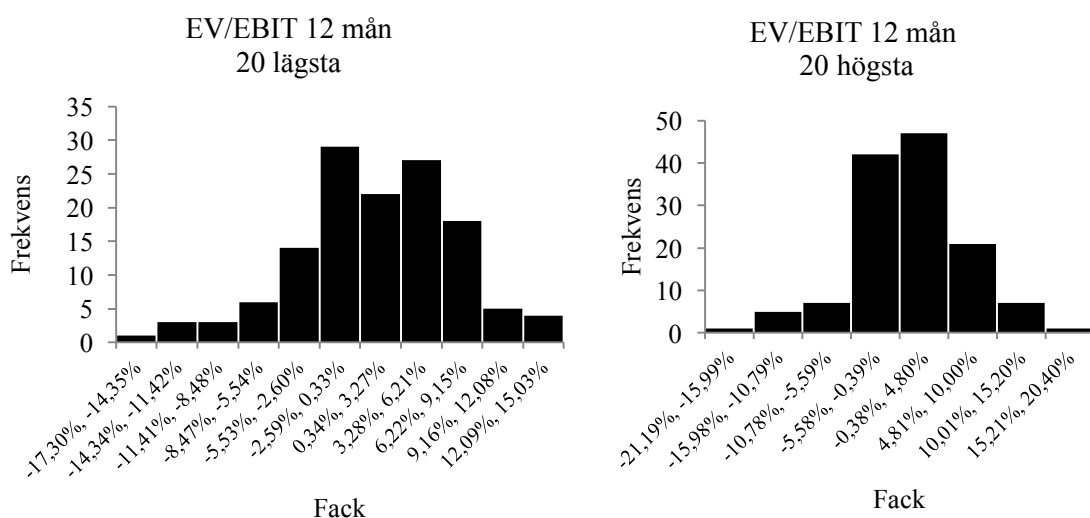
*** = 1 % ** = 2 % * = 5 % † = 10 %

I tabell 6 presenteras hur en innehavsperiod på tolv månader har påverkat avkastningen för multiplerna EV/EBIT. Den ackumulerade avkastningen på 471,97 procent för låga EV/EBIT 12 mån blev lägre än avkastningen för låga EV/EBIT 6 mån. De höga multiplerna uppvisar emellertid ett omvänt samband, då höga EV/EBIT 12 mån gynnas av en längre innehavsperiod. Den ackumulerade avkastningen för höga EV/EBIT 12 mån uppgick till 159,12 procent, att jämföra med 62,90 procent för EV/EBIT 6 mån. Den årliga avkastningen under perioden 2005-03-31 - 2016-03-31 uppgick i genomsnitt till 15,64 procent för låga EV/EBIT 12 mån samt 8,26 procent för höga EV/EBIT 12 mån, vilket kan jämföras med 5,97 procent för OMXSPI. Betavärdet för EV/EBIT 12 mån uppgick till 0,71 för låga multipelvärden respektive 0,64 för höga multipelvärden. Betavärdena för EV/EBIT 12 mån var lägre i förhållande till EV/EBIT 6 mån. Detta antyder att risken, sett till variansen, varit lägre historiskt för EV/EBIT 12 mån. Resultatet för portföljen med höga EV/EBIT 12 mån kan dock ej säkerställas statistiskt givet ett p-värde på 0,4412. Den riskjusterade avkastningen uppgick till 400,05 procent för låga EV/EBIT 12 mån och 94,67 procent för höga EV/EBIT 12 mån. P-värdet för låga EV/EBIT 12 mån uppgick till 0,0045 och kan därmed säkerställas statistiskt inom ett 99-procentigt dubbelsidigt konfidensintervall. När avkastningen logaritmerades generade låga EV/EBIT 12 mån en avkastning på 156,72 procent samtidigt som den uppgick till -8,01 procent för höga EV/EBIT 12 mån.



Figur 9 - Portföljernas utveckling gentemot OMXSPI

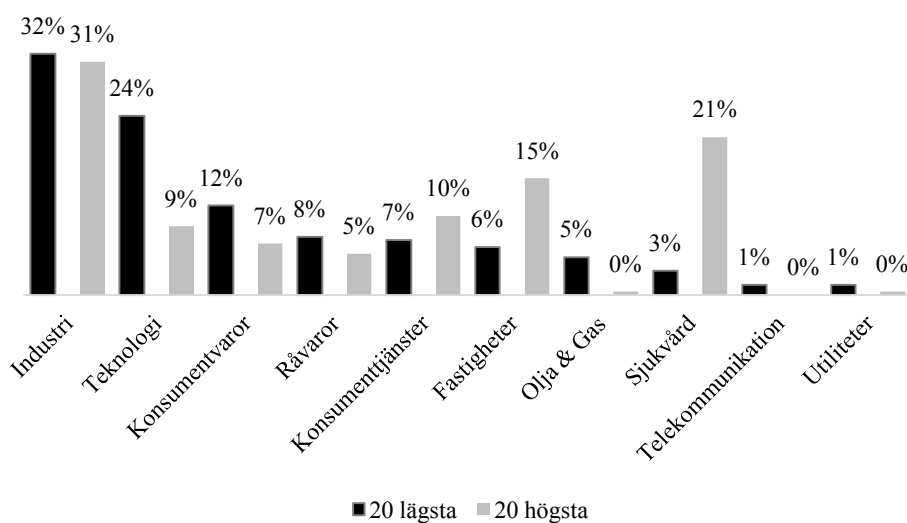
I figur 9 visas den ackumulerade avkastningen för respektive portfölj samt OMXSPI om 100 kr investeras under perioden 2005-03-31 - 2016-03-31. Portföljen med låga EV/EBIT 12 mån har genererat ett portföljvärde på 571,97 kr den 31:a mars 2016, vilket kan jämföras med 259,12 kr för höga EV/EBIT 12 mån samt 200,64 kr för OMXSPI under samma period.



Figur 10 - Månadsavkastningens fördelning

Histogrammen i figuren ovan antyder att spridningen är större för låga EV/EBIT 12 mån eftersom antalet fack som genererats av Excel är större än för höga EV/EBIT 12 mån.

EV/EBIT 12 mån



Figur 11 - Portföljernas branschindelning

Både för låga och höga EV/EBIT 12 mån representerade industrisektorn en tredjedel av portföljen. För portföljen med låga multiplar utgjorde bolag inom teknologi den näst största branschen. Höga EV/EBIT 12 mån präglades utöver industrisektorn istället av företag inom sjukvårdssektorn, som utgjorde portföljens näst största bransch och 21 procent av portföljen.

4.2.2 EV/EBITDA 6 mån

Tabell 7 - EV/EBITDA 6 mån

| | 20 lägsta | 20 högsta | OMXSPI |
|---------------------------|-----------|-----------|---------|
| Ack. avkastning | 277,61%† | 117,86% | 100,64% |
| Ack. Log. avkastning | 54,29% | -13,31% | 68,92% |
| Ack. Riskjust. avkastning | 226,84% | 71,41% | - |
| CAGR | 11,71% | 6,70% | 5,97% |
| Beta (11 år) | 0,50 | 0,45 | 1 |

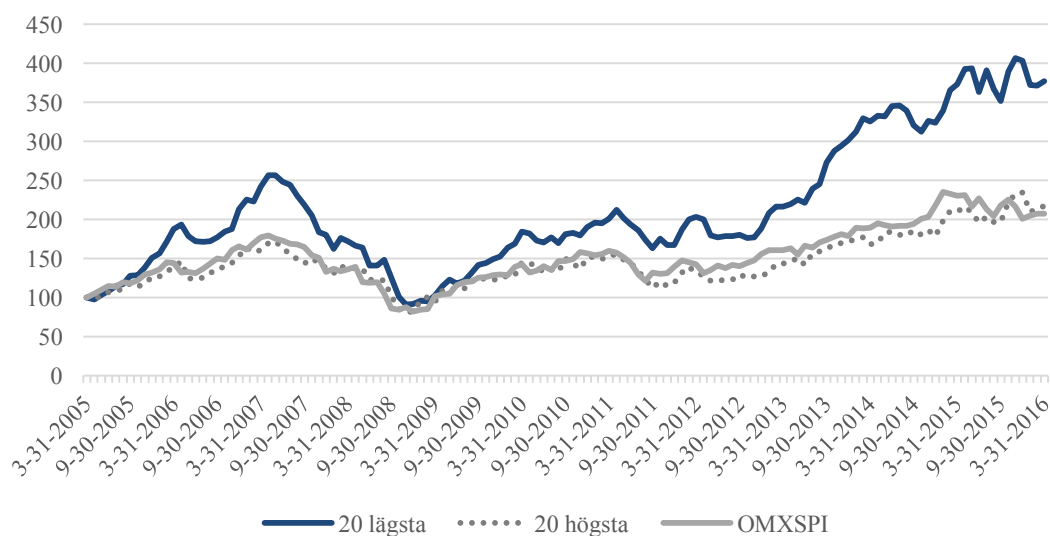
Signifikansnivå

*** = 1 % ** = 2 % * = 5 % † = 10 %

Ur tabell 7 går det att utläsa att en investeringsstrategi baserad på multipeln EV/EBITDA med en innehavsperiod på sex månader överavkastar OMXSPI både för portföljer med låga respektive höga multiplar, sett till vanlig ackumulerad avkastning. Den högsta ackumulerade avkastningen genererades av låga EV/EBITDA 6 mån som uppnådde

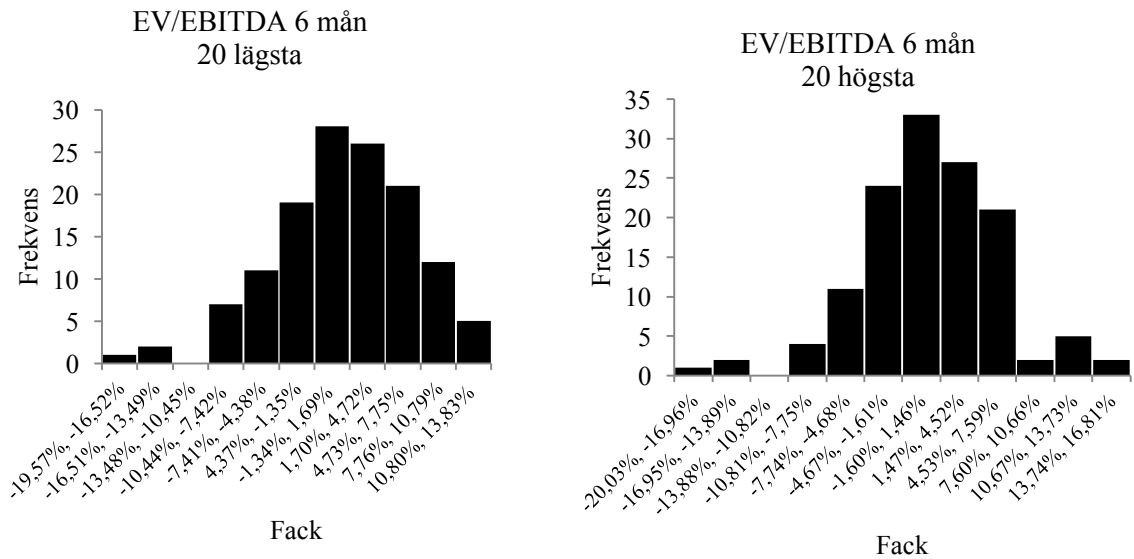
277,61 procent. Med ett p-värde på 0,072 kan resultatet säkerställas inom ett 90-procentigt dubbelsidigt konfidensintervall. Portföljen med höga EV/EBITDA 6 mån uppnådde en ackumulerad avkastning på 117,86 procent och överavkastade således OMXSPI, men med ett p-värde på 0,766 kan resultatet inte säkerställas statistiskt och det går således inte att avgöra om resultatet förklaras av slumpen eller ej.

Spridningen i avkastning mellan de låga och höga multiplarna blev inte lika stor som för multipeln EV/EBIT. En investering i låga EV/EBITDA 6 mån har genererat en genomsnittlig avkastning på 11,71 procent per år, vilket kan jämföras med 6,70 procent för höga EV/EBITDA 6 mån och 5,97 procent för OMXSPI. Betavärdet uppgick till 0,50 för låga EV/EBITDA 6 mån respektive 0,45 för höga EV/EBITDA 6 mån, som utgjorde ett av de lägsta uppmätta betavärdena av samtliga portföljer. Justeringen för risk i enlighet med CAPM blev således lägst för höga EV/EBITDA, oavsett innehavsperiod. Det faktiska utfallet blev emellertid en högre riskjusterad avkastning för låga EV/EBITDA 6 mån, med 226,84 procent vilket kan jämföras med 71,41 procent för de höga EV/EBITDA 6 mån. Den logaritmerade avkastningen för låga EV/EBITDA 6 mån uppgick till 54,29 procent, vilket var lägre än OMXSPI som genererade logaritmerad avkastning på 68,92 procent. Av samtliga portföljer som baserats på låga multiplar var det endast låga EV/EBITDA-multiplar med en innehavsperiod på 6 månader som genererade en lägre logaritmerad avkastning relativt OMXSPI. Höga EV/EBITDA 6 mån uppvisade en negativ logaritmerad avkastning med -13,31 procent.



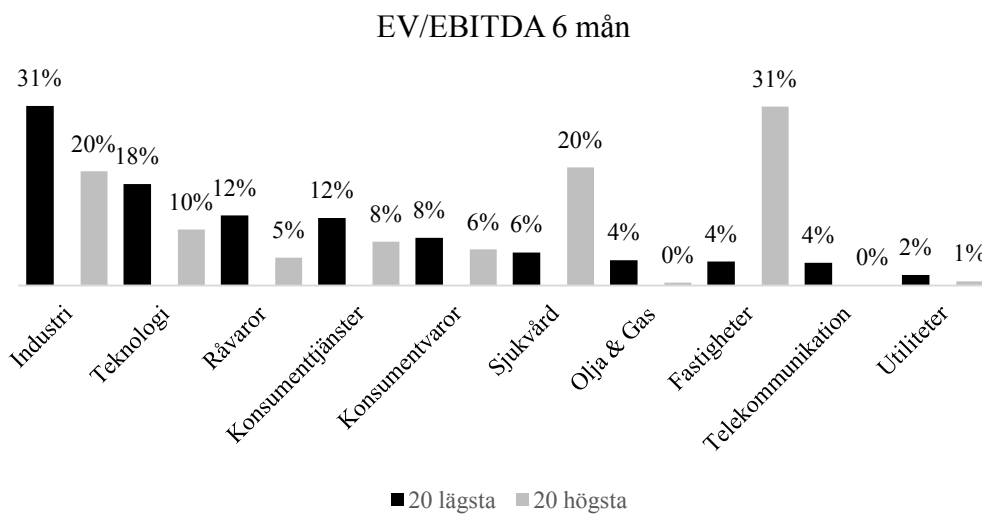
Figur 12 - Portföljernas utveckling gentemot OMXSPI

I figur 12 redovisas hur en investering på 100 kr den 31:a mars 2005 i låga EV/EBITDA 6 mån har genererat ett portföljvärde på 377,61 kr vid periodens slut den 31:a mars 2016. Samma investering ledde till ett värde på 217,86 kr för portföljen med höga EV/EBITDA 6 mån och 200,64 kr för OMXSPI



Figur 13 - Månadsavkastningens fördelning

Histogrammen ovan antyder att båda portföljer haft extremvärden i form av negativ avkastning under den studerade tidsperioden.



Figur 14 - Portföljernas branschindelning

För låga EV/EBITDA 6 mån tillhörde 31 procent av portföljens samtliga bolag industrisektorn, följt av teknologisektorn som representerade 18 procent av bolagen. Höga EV/EBITDA 6 mån präglades istället av fastighetssektorn som representerade den största branschen i portföljen med 31 procent, följt av sjukvård och industribolag med 20 procent vardera.

4.2.3 EV/EBITDA 12 mån

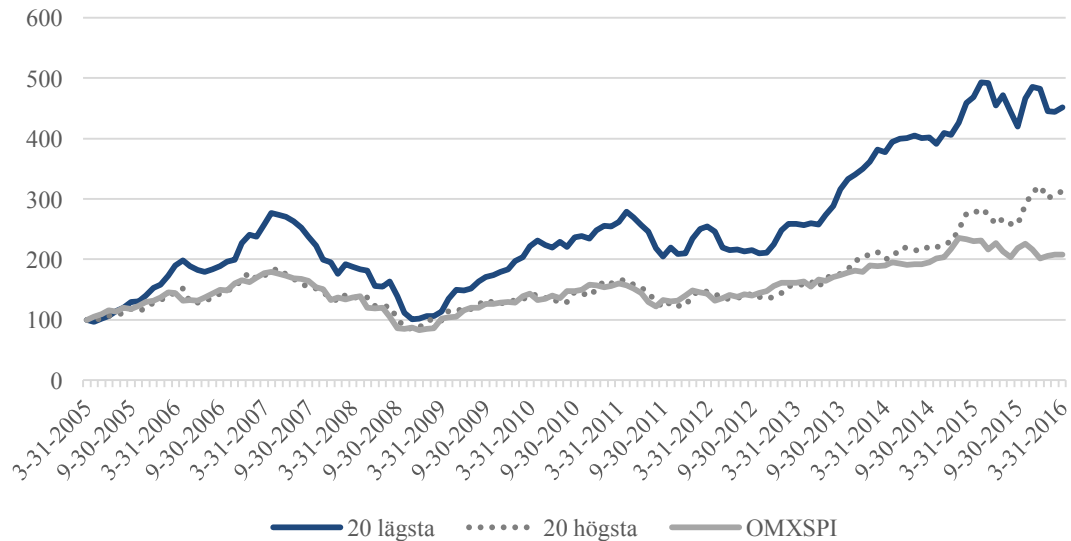
Tabell 8 - EV/EBITDA 12 mån

| | 20 lägsta | 20 högsta | OMXSPI |
|---------------------------|-----------|-----------|---------|
| Ack. avkastning | 351,32%** | 212,93% | 100,64% |
| Ack. Log. avkastning | 86,98% | 19,67% | 68,92% |
| Ack. Riskjust. avkastning | 296,89% | 166,59% | - |
| CAGR | 13,38% | 9,97% | 5,97% |
| Beta (11 år) | 0,54 | 0,45 | 1 |

Signifikansnivå

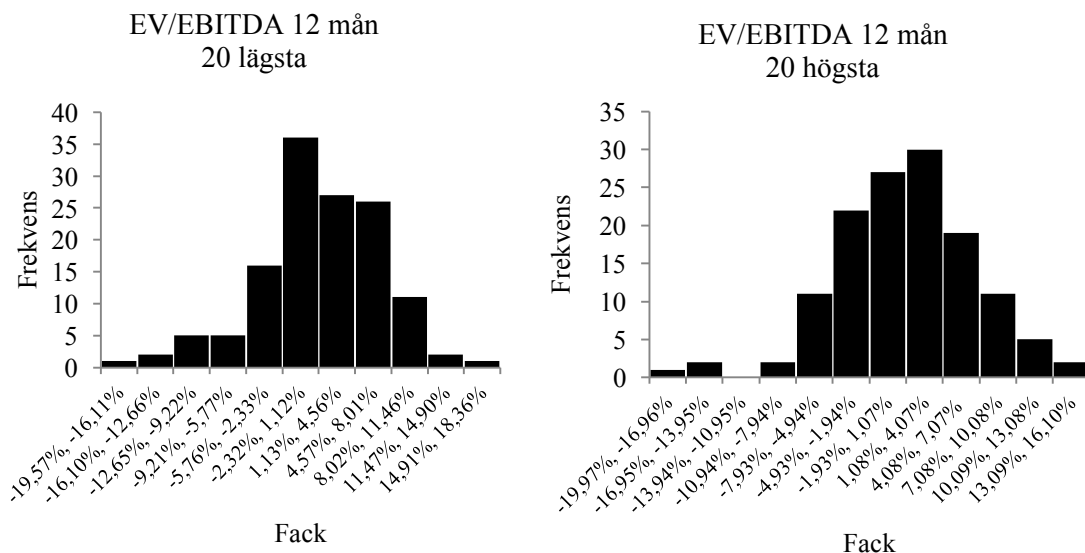
*** = 1 % ** = 2 % * = 5 % † = 10 %

Tabell 8 visar på att avkastningen som baseras på multipeln EV/EBITDA, till skillnad från EV/EBIT, gynnas av en längre innehavsperiod. Under perioden 2005-03-31 - 2016-03-31 har en portfölj baserad på låga EV/EBITDA 12 mån genererat en ackumulerad avkastning på 351,32 procent, vilket har motsvarat en årlig genomsnittlig avkastning på 13,38 procent. Avkastningen för höga EV/EBITDA 12 mån uppgick till 212,93 procent, med en årlig genomsnittlig avkastning på 9,97 procent. Även i detta fall överavkastar både portföljen med låga och höga multiplar jämförelseindexet OMXSPI. Betavärdet för låga EV/EBITDA 12 mån var 0,54, vilket var högre än betavärdet på 0,45 för höga EV/EBITDA 12 mån. Justerat för risk generades en avkastning på 296,89 procent för låga EV/EBITDA 12 mån samtidigt som höga EV/EBITDA 12 mån uppnådde en riskjusterad avkastning på 166,59 procent. Den logaritmerade avkastningen på 19,67 procent för höga EV/EBITDA 12 mån var den högsta av samtliga portföljer som baserats på höga multiplar som enskild faktor. För låga EV/EBITDA 12 mån uppgick den logaritmerade avkastningen till 86,98 procent, att jämföra med 68,92 procent för OMXSPI. Resultaten kan emellertid bara säkerställas för portföljen med låga multiplar, givet ett p-värde på 0,0181. För portföljen med höga EV/EBITDA 12 mån uppgick p-värdet till 0,240 och kan därför inte säkerställas statistiskt.



Figur 15 - Portföljernas utveckling gentemot OMXSPI

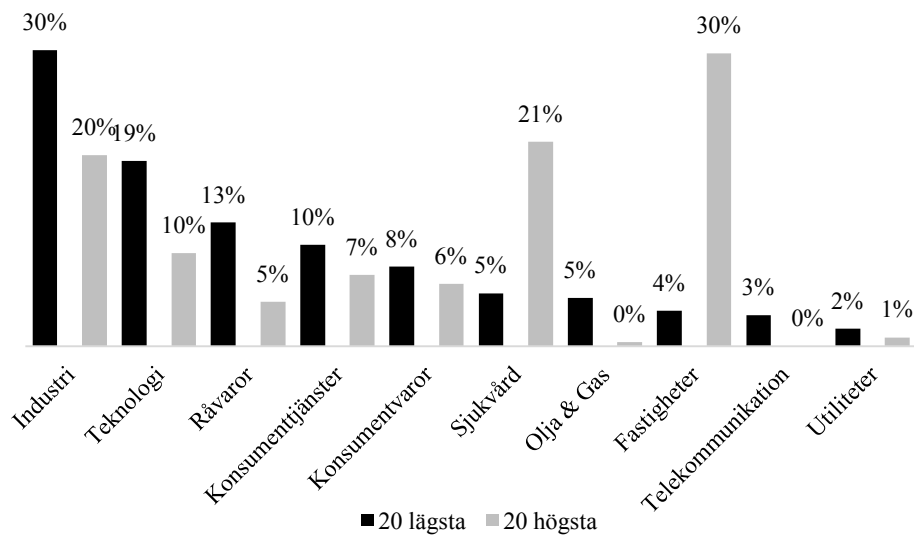
En investering på 100 kr i portföljen med låga EV/EBITDA 12 mån leder vid periodens slut till ett värde på 451,32 kr. Portföljen med höga EV/EBITDA 12 mån har under samma tidsperiod genererat ett portföljvärde på 312,93 kr, att jämföra med 200,64 kr för OMXSPI.



Figur 16 - Månadsavkastningens fördelning

Histogrammet för de låga EV/EBITDA 12 mån visar på en större koncentration inom det mittersta intervallet jämfört med motsvarande intervall för portföljen med höga EV/EBITDA 12 mån.

EV/EBITDA 12 mån



Figur 17 - Portföljernas branschindelning

Portföljen med låga EV/EBITDA 12 mån utgjordes till stor del av industri- och teknologisektorn som representerade de två största branscherna. Portföljen med höga EV/EBITDA 12 mån präglades istället av främst företag inom fastighet-, sjukvård och industrisektorn.

4.2.4 EV/EBIT och prisindex

Tabell 9 - EV/EBIT 6 mån och prisindex

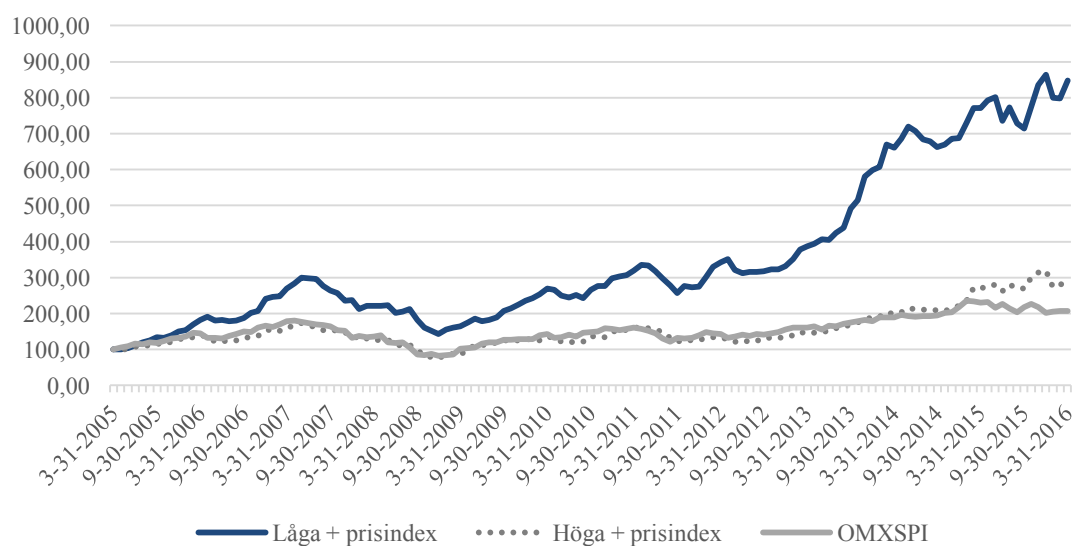
| | Låga | Höga | OMXSPI |
|---------------------------|------------|---------|---------|
| Ack. avkastning | 748,20%*** | 189,35% | 100,64% |
| Ack. Log. avkastning | 321,42% | 184,85% | 68,92% |
| Ack. Riskjust. avkastning | 671,75% | 115,21% | - |
| CAGR | 19,50% | 9,26% | 5,97% |
| Beta (11 år) | 0,76 | 0,73 | 1 |

Signifikansnivå

*** = 1 % ** = 2 % * = 5 % † = 10 %

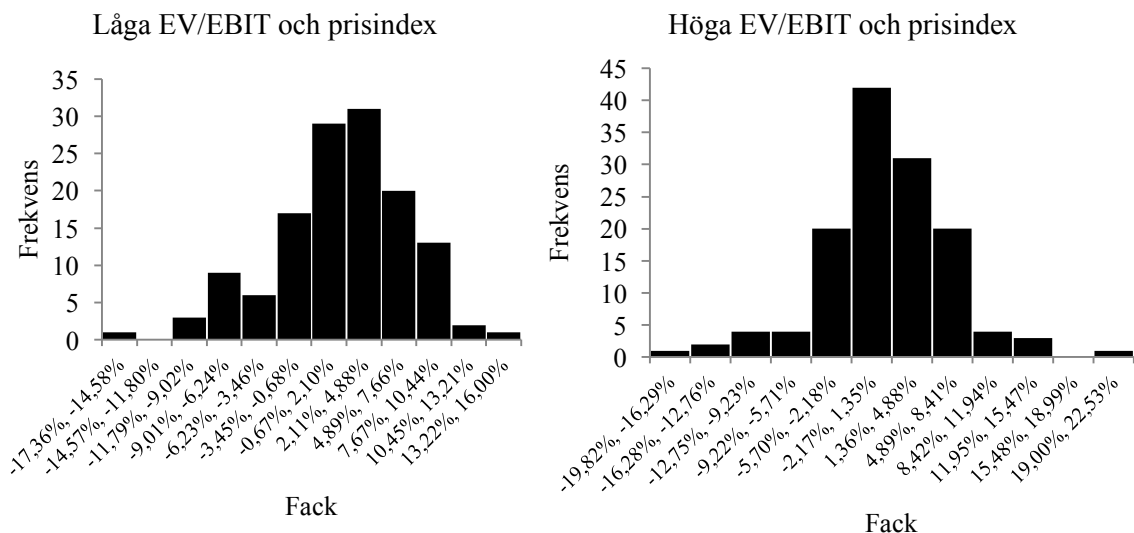
Tabell 9 visar resultatet för de portföljer som kombinerat EV/EBIT 6 mån med ett prisindex. Under perioden 2005-03-31 - 2016-03-31 har en kombination av låga EV/EBIT 6 mån och prisindex genererat en ackumulerad avkastning på 748,20 procent, vilket är

den näst högsta avkastningen av samtliga portföljer som studerats. Samma portfölj generade en logaritmerad avkastning på 321,42 procent, vilket var den högsta logaritmerade avkastningen av samtliga portföljer. Betavärdet uppgick till 0,76 vilket resulterade i en riskjusterad avkastning på 671,75 %. Resultatet för portföljen kan med ett p-värde på 0,000533 säkerställas statistiskt inom ett 99-procentigt dubbelsidigt konfidensintervall. Portföljen som kombinerar höga EV/EBIT 6 mån med ett prisindex har genererat 189,35 procent i ackumulerad avkastning och 184,85 procent när avkastningen logaritmerats, vilket antyder att heteroskedasticiteten varit liten för denna portfölj. I detta fall uppnår kombinationen av höga EV/EBIT 6 mån tillsammans med prisindexet en högre avkastning jämfört med när EV/EBIT 6 mån utgjorde en egen portfölj, som visas i tabell 4. Betavärdet uppgick till 0,73 för höga EV/EBIT 6 mån med prisindex vilket har inneburit en riskjusterad avkastning på 115,21 procent. Resultatet kan emellertid inte säkerställas statistiskt givet ett p-värde på 0,277.



Figur 18 - Portföljernas utveckling gentemot OMXSPI

En investering på 100 kr i låga EV/EBIT 6 mån och prisindex har under den studerade tidsperioden genererat ett portföljvärde på 848,20 kr, vilket kan jämföras med 886,80 kr för portföljen som utgjordes av enbart låga EV/EBIT 6 mån. Portföljen som baserats på höga EV/EBIT 6 mån och prisindex genererade 289,35 kr, att jämföra med 200,64 kr för OMXSPI.



Figur 19 - Månadsavkastningens fördelning

Histogrammet för portföljen med höga EV/EBIT 6 mån och prisindex visar på en större koncentration kring de mittersta intervallen av den månatliga avkastningen jämfört med portföljen med låga EV/EBIT 6 mån och prisindex.

4.2.5 EV/EBITDA och prisindex

Tabell 10 - EV/EBITDA 6 mån och prisindex

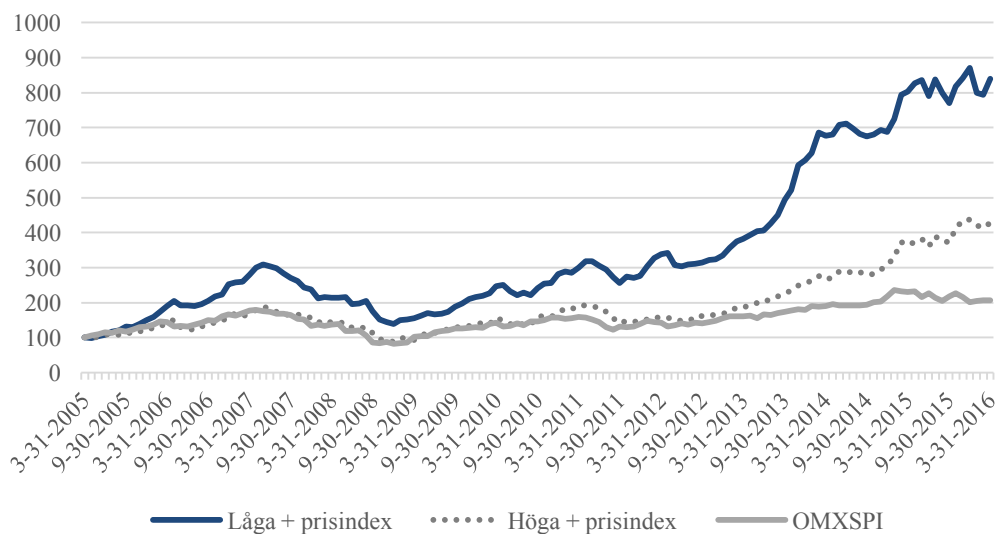
| | Låga | Höga | OMXSPI |
|---------------------------|------------|----------|---------|
| Ack. avkastning | 739,13%*** | 328,22%* | 100,64% |
| Ack. Log. avkastning | 302,44% | 77,42% | 68,92% |
| Ack. Riskjust. avkastning | 687,03% | 252,53% | - |
| CAGR | 19,39% | 12,89% | 5,97% |
| Beta (11 år) | 0,51 | 0,75 | 1 |

Signifikansnivå

*** = 1 % ** = 2 % * = 5 % † = 10 %

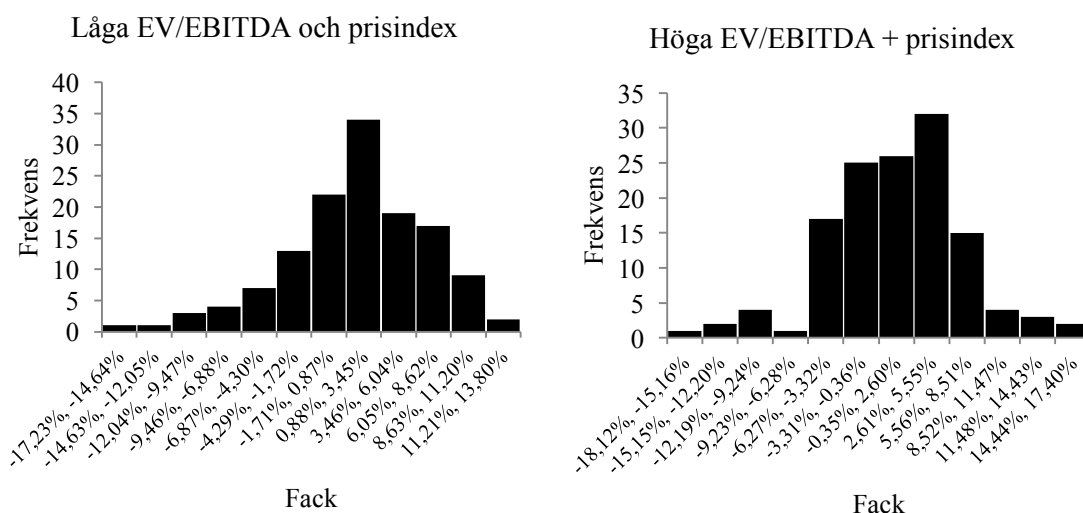
Tabell 10 visar att en kombination av låga EV/EBITDA 6 mån tillsammans med aktier som rangordnats utifrån ett prisindex genererar en ackumulerad avkastning på 739,13 procent under den studerade tidsperioden. Den årliga avkastningen uppgick i genomsnitt till 19,39 procent. Skillnaden mellan kombinationen av låga EV/EBIT 6 mån och prisindex och låga EV/EBITDA 6 mån och prisindex uppgick till 9,07 procentenheter för den ackumulerade avkastningen. Samtidigt uppnådde höga EV/EBITDA 6 mån och

prisindex en ackumulerad avkastning på 328,22 procent vilket är 138,87 procentenheter högre än för portföljen med höga EV/EBIT 6 mån och prisindex. Den årliga genomsnittliga avkastningen uppgick till 12,89 procent. Betavärdet för låga EV/EBIT 6 mån och prisindex uppgick till 0,51, att jämföra med 0,75 för höga EV/EBIT 6 mån och prisindex. Justerat för risk generade låga EV/EBIT 6 mån och prisindex en avkastning på 687,03 procent samtidigt som höga EV/EBIT 6 mån och prisindex uppnådde en riskjusterad avkastning på 252,53 procent. Av samtliga portföljer med höga multiplar har endast höga EV/EBITDA 6 mån och prisindex uppvisat statistisk signifikans. P-värdet för portföljen med höga EV/EBITDA 6 mån och prisindex uppgår till 0,0449 och befinner sig därmed inom ett 95-procentigt dubbelsidigt konfidensintervall. Med ett p-värde på 0,000376 för låga EV/EBITDA 6 mån och prisindex kan portföljens avkastning likt portföljen med låga EV/EBIT 6 mån och prisindex säkerställas statistiskt inom ett 99-procentigt dubbelsidigt konfidensintervall.



Figur 20 - Portföljernas utveckling gentemot OMXSPI

Som framgår av figuren ovan har båda portföljerna överavkastat OMXSPI sett till den totala tidsperioden. En investering på 100 kr den 31:a mars 2005 i portföljen som kombinerar låga EV/EBIT och prisindex har genererat ett portföljvärde på 839,13 kr vid tidsperiodens slut, samtidigt som portföljen med höga EV/EBITDA och prisindex uppnått ett portföljvärde på 428,22 kr. Kombinationen av höga EV/EBITDA och prisindex uppnådde den högsta ackumulerade avkastningen av samtliga portföljer med höga multipelvärden.



Figur 21 - Månadsavkastningens fördelning

Histogrammen ovan antyder att portföljen med låga EV/EBITDA och prisindex varit mer normalfördelad än portföljen med höga EV/EBITDA och prisindex.

4.3 Andel avskrivningar i förhållande till EBITDA

Tabell 11 - Andel avskrivningar i förhållande till EBITDA

| Innehavsperiod | EV/EBIT låga | EV/EBIT höga | EV/EBITDA låga | EV/EBITDA höga |
|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| 6 mån | 22,46% | 39,13% | 36,42% | 26,79% |
| 12 mån | 24,67% | 40,38% | 38,81% | 25,61% |

Ur tabellen ovan går det att utläsa att andelen avskrivningar i förhållande till EBITDA är lägre för låga EV/EBIT-multiplar än för de höga, oavsett vilken innehavsperiod som avses. Multipeln EV/EBITDA uppvisar ett omvänt samband, där låga multipelvärden istället präglas av en hög andel avskrivningar i förhållande till EBITDA.

5 Analys

5.1 *Investeringsstrategin och EMH*

Studiens investeringsstrategi har grundat sig på att investera i företag med låga respektive höga värden för multiplarna EV/EBIT och EV/EBITDA. Utöver detta undersöktes vilken effekt en kombination av respektive multipel tillsammans med en momentumstrategi i form av ett sexmånaders prisindex hade på den ackumulerade avkastningen. I likhet med andra studier som omfattat Stockholmsbörsen, se Karlsson och Najafi (2011), Fred och Mossenberg (2015) samt Besterman och Larsson (2016) visar resultatet på att det varit möjligt att uppnå överavkastning gentemot jämförelseindexet OMXSPI. Av tolv portföljer har elva överavkastat OMXSPI under tidsperioden 2005-03-31 - 2016-03-31. Av samtliga portföljer har resultatet för sju portföljer kunnat säkerställas statistiskt med en signifikansnivå som varierat mellan ett till tio procent, vilket innebär att risken att överavkastningen varit slumpmässig som högst uppgått till tio procent. Resultatet från studien stärker således antagandet om att investerare kan generera överavkastning genom att tillämpa en investeringsstrategi.

Den finansiella forskningen är emellertid inte enig om huruvida det är möjligt att konsekvent överavkasta marknaden med hänsyn tagen till risk. I enlighet med teorin om EMH är all tillgänglig information redan inkorporerad i aktiekursen och priser justeras endast utifrån ny information (Fama, 1970). Om teorin om EMH stämmer skulle det innebära att studiens investeringsstrategi inte kan användas för att generera kontinuerlig riskjusterad överavkastning över tid, eftersom marknadspriset redan återspeglar aktiernas korrekta värde. Även Malkiel (1973) ifrågasätter möjligheten att konsekvent överavkasta marknaden och hävdar att eventuell överavkastning förklaras av slumpen eller ett högre risktagande. Haugen och Baker (1996) visade dock att det är möjligt att uppnå högre riskjusterad avkastning än index med hjälp av en investeringsstrategi som grundar sig på företagsspecifika nyckeltal. Haugen och Bakers (1996) resultat styrks av Rendleman, Jones och Latané (1982), Bernard och Thomas (1990) samt Freeman och Tse (1989) som anser att marknadsineffektivitet i form av prisanomalier kan utnyttjas för att generera överavkastning. Även resultatet av denna studie antyder att kontinuerlig riskjusterad överavkastning är möjlig att uppnå, med bakgrund i att nio av tolv portföljer lyckats

generera en högre riskjusterad avkastning än marknaden, varav sju inom ett enligt Wahlin (2011) lämpligt dubbelsidigt konfidensintervall på minst 90 procent.

Att denna studie har använt CAPM för att beräkna den riskjusterade avkastningen kan dock kritiseras. Även om Black, Jensen och Scholes (1972) samt Fama och Macbeth (1973) finner ett positivt samband mellan genomsnittlig avkastning och marknadsbeta under tidsperioden 1926-1968 tycks detta samband enligt Fama och French (1992) försvinna under perioden 1963-1990. Roll (1976) ifrågasätter modellens möjlighet att i praktiken bevisa sambandet mellan förväntad avkastning och risk. Bodie, Kane och Marcus (2011) påpekar att en tillämpning av CAPM kan vara problematisk på grund av dess förenklade antaganden. Exempelvis antar modellen att tillgångar med ett betavärde lägre än ett förväntas uppvisa lägre varians i förhållande till marknaden. Resultatet för denna studie har däremot visat på ett omvänt samband för ett flertal portföljer, som haft ett betavärde lägre än ett och samtidigt uppnått en betydande riskjusterad överavkastning gentemot index, vilket antyder att variansen varit större än den förväntade. Samtidigt används modellen flitigt av både professionella investerare och vid undervisning av finansiella kurser än idag (Fama & French, 2004). Även om CAPM kan kritiseras bör den riskjusterade avkastningen som denna studie uppnått anses som tillräckligt hög för att minimera eventuell spekulation om huruvida en annan modell hade kunna förkasta studiens möjlighet att uppnå riskjusterad överavkastning gentemot OMXSPI. Givet studiens resultat ställer vi oss frågan huruvida marknaden faktiskt kan anses vara effektiv då drygt hälften av portföljerna lyckats överprestera OMXSPI justerat för risk och samtidigt uppvisat statistisk signifikans.

Även om överavkastningen till viss del skulle kunna förklaras av att marknadspremien skiftar över tid i enlighet med Bodie, Kane och Marcus (2011), går det som tidigare nämnt inte att tillskriva strategins överavkastning till faktorer som risk eller insiderinformation, som enligt författarna är en förutsättning för att skapa överavkastning. Patell och Wolfson (1984) hävdar utifrån sin studie att aktiekursen korrigeras till sitt fundamentala värde inom fem till femton minuter efter att ny information har tillkännagivits i form av vinst eller utdelningar. Att denna studie konsekvent har hittat undervärderade företag under en elvaårsperiod står således i kontrast till Patell och Wolfsons (1984) studie. Eftersom urvalet för denna studie har grundat sig på Stockholmsbörsens huvudlistor Large-, Mid- och Small-cap bör bevakningen av företagen kunna betraktas som förhållandevis god,

varför marknaden bör ha varit snabbare på att korrigera värdet efter företagens rapporter utifrån Patell och Wolfsons (1984) studie.

En alternativ förklaring till den ackumulerade överavkastningen kan vara i enlighet med Asness (1997) och Lakonishok, Shleifer och Vishny (1994). De hävdar att investerare som följer en värdeinvesteringsstrategi erhåller en premie för att de håller aktier som anses vara obekväma av anledningen att risken upplevs vara större för värdeaktier. Även om värdeaktier i enlighet med denna tillsammans med andra studiers resultat inte visat sig bära på högre risk betyder det inte att investerare agerar på samma sätt som strategin förespråkar.

Under förutsättningen att EMH stämmer, skulle det innebära att investeringsstrategier likt denna blir kända för samtliga investerare på marknaden. Detta skulle innebära att köptrycket på undervärderade aktier ökar under förutsättningen att investerare agerar rationellt, vilket innebär att säkerhetsmarginalen som Graham (2003) hänvisar till gradvis skulle minska. Samtidigt står multiplarna i förhållande till varandra, vilket skulle innebära att rangordningsprocessen förhindrar att de sedan tidigare låga multiplarna fortsätter att ingå i urvalet i takt med att köptrycket och därmed multipelvärdet ökar.

5.2 EV/EBIT och EV/EBITDA: låga kontra höga multiplar

Under investeringsstrategins tidsperiod har portföljen baserad på låga EV/EBIT med en innehavsperiod på sex månader genererat högst ackumulerad avkastning med 786,80 procent, att jämföra med 100,64 procent för OMXSPI. Avkastningen har varit statistiskt signifikant inom ett 99-procentigt dubbelsidigt konfidensintervall. I kontrast till detta har portföljen baserad på höga EV/EBIT med samma innehavsperiod genererat lägst ackumulerad avkastning med 62,80 procent, dock utan att uppvisa någon statistisk signifikans. Eftersom resultatet för höga EV/EBIT inte går att säkerställa statistiskt förs enbart en diskussion om varför portföljerna genererat märkbara skillnader med avseende på avkastning. Att låga EV/EBIT genererade en högre avkastning skulle kunna förklaras av Lakonishok, Shleifer och Vishnys (1994) studie som argumenterar för att det är naivt att anta att historisk avkastning kommer leda till framtida avkastning. Eftersom det görs färre antaganden om en positiv framtida tillväxt för företag med låga multiplar bör sannolikheten att de är undervärderade vara större.

Även Graham och Dodd (2009) förespråkar låga multiplar vid användning av en investeringsstrategi och uppnådde överavkastning gentemot index med denna metod. Fama och French (1992) menar dock att värdeaktiernas överavkastning kan förklaras av ett högre risktagande. Även om risk är en av de faktorer som styr multiplarnas värde kan begreppet risk utifrån CAPM:s antaganden inte förklara denna studies resultat, eftersom den riskjusterade avkastningen för låga EV/EBIT med en innehavsperiod på sex månader uppgick till 711,15 procent. Resultatet för den riskjusterade avkastningen går i linje med Lakonishok, Shleifer och Vishnys (1994) teori som i kontrast till Fama och French (1992) hävdar att värdeaktiers höga avkastning relativt tillväxtaktier inte kan förklaras av begreppet risk. Istället hävdar Lakonishok, Shleifer och Vishny (1994) att överavkastningen kan bero på att portföljer med värdeaktier bör utgöra en större andel undervärderade företag jämfört med portföljer som består av tillväxtaktier. Vidare argumenterar de att omfattande empiriska studier på investeringsstrategier av denna typ är ett relativt nytt fenomen och att det av den anledningen ännu finns möjlighet att utnyttja marknadens ineffektivitet. Idag, 23 år senare, bör tillgängligheten på omfattande empiriska studier om värdeinvesteringsstrategier emellertid anses som god.

Greenblatt (2010) föreslår istället förklaringen att investerares oförmåga att lita på att investeringsstrategin ska fungera på lång sikt förklarar varför få väljer att följa en investeringsstrategi och således varför det ännu går att använda en investeringsstrategi för att uppnå överavkastning. Asness (1997) samt De Bondt och Thaler (1985) föreslår att värdeinvesteringsstrategiers överavkastning kan förklaras av att investerare överreagerar på ny information oavsett om den är bra eller dålig och att aktier därför prissätts felaktigt. Lakonishok, Shleifer och Vishny (1994) ger en alternativ förklaring och menar att investerare kan uppfatta företag med låga multipelvärden som dåliga företag och därför undviker dessa aktier. De investerare som är bekväma med att hålla dessa aktier tilldelas således en riskpremie, vilket kan förklara överavkastningen som en värdestrategi genererar (Asness, 1997).

Överavkastningen som denna studies investeringsstrategi genererat bör inte heller ses som beroende av att den grundat sig på Stockholmsbörsen och en specifik tidsperiod. Davis (1994) uppnådde överavkastning på den amerikanska börsen under 1931-1960: Chan, Hamao och Lakonishok (1991) på den japanska marknaden mellan 1971-1988 samt

Capaul, Rowley och Sharpe (1993) som utöver den amerikanska och japanska börsen även studerade den franska, tyska, schweiziska och brittiska marknaden under 1981-1992. Capaul, Rowley och Sharpe (1993) fann att värdeaktier överpresterade tillväxtaktier i samtliga studerade länder under den valda tidsperioden, både före och efter riskjustering av avkastningen. Resultaten från Capaul, Rowley och Sharpes (1993) studie tillsammans med resultatet från denna studie antyder att en investering i företag med låga multipelvärden är att föredra framför höga. Dock har inte resultatet från de höga portföljerna, med undantag för EV/EBITDA och prisindex, kunnat uppvisa statistisk signifikans vilket innebär att det finns en risk att resultatet varit slumpmässigt och att en bättre prestation hade kunnat uppnås om en annan tidsperiod eller marknad studerats.

5.3 EV/EBIT och EV/EBITDA: avskrivningarnas betydelse

Resultatet av hur stor andel avskrivningarna utgjort i förhållande till EBITDA för respektive portfölj är i enlighet med Damodaran (2012) som hävdar att företag som har en större andel avskrivningar i förhållande till EBITDA bör handlas till lägre EBITDA-multiplar. Avskrivningarna för portföljen med låga EV/EBITDA-multiplar och en innehavsperiod på sex månader har under elvaårsperioden utgjort 36,42 procent i snitt, vilket kan jämföras med 22,46 procent för portföljen med låga EV/EBIT-multiplar och samma innehavsperiod. Denna trend, att portföljerna som baserats på låga EBITDA-multiplar har högre andel avskrivningar än portföljer som baserats på låga EBIT-multiplar har varit genomgående för samtliga studerade portföljer som utgjorts av antingen EV/EBIT eller EV/EBITDA-multiplen.

Portföljen med låga EV/EBIT-multiplar och en innehavsperiod på sex månader uppnådde en ackumulerad avkastning på 786,80 procent där avskrivningarna utgjorde 22,46 procent av EBITDA. Detta kan jämföras med låga EV/EBITDA som med samma innehavsperiod uppnådde 277,61 procent där avskrivningarna istället utgjorde 36,42 procent av EBITDA. Avkastningen har i båda fallen uppvisat signifikans mellan ett till tio procent vilket innebär att risken för att resultatet kan förklaras av slumpen bör ses som förhållandevis liten. Resultatet är i linje med Porter (1979) samt Elmasrys (2007) studie som betonar att företag som i större utsträckning grundar sina konkurrensfördelar på immateriella tillgångar uppnår högre avkastning än företag som investerar i materiella tillgångar. Författarens resultat grundar sig dock på bolag som hölls i portföljen under en artonårig

tidsperiod samtidigt som denna studie haft innehavsperioder om sex respektive tolv månader. Det kan därför diskuteras om Elmasrys (2007) resultat är generaliserbara för denna studie och om det styrker varför låga EV/EBIT uppnådde en högre avkastning relativt låga EV/EBITDA. Samtidigt kunde Elmasry (2007) fastställa att mindre kapitalintensiva företag var attraktivare oavsett tidsperiod eftersom högre avkastning genererades över tidsperioder om tre, fem, tio och arton år.

I kontrast till Elmasry (2007) hävdar Lee, A, Lee J och Lee, C (2009) att bolagsrisken är högre hos kapitalintensiva företag då de tenderar att ha en större andel fasta kostnader. Vid en lågkonjunktur blir konsekvensen en större negativ påverkan på lönsamheten givet att de fasta kostnaderna inte minskar i relation till den avtagande efterfrågan (Lee, A, Lee J och Lee, C, 2009). Eftersom denna studie behandlat en relativt lång tidsperiod är det tänkbart att lönsamheten för de mer kapitalintensiva bolagen drabbats hårdare vid lågkonjunkturer, vilket skulle kunna erbjuda en förklaring till varför låga EV/EBIT, som präglats av lägre andel avskrivningar, genererat en högre avkastning relativt låga EV/EBITDA under den studerade tidsperioden.

Vid jämförelsen av vilka branscher som präglar respektive multipel fann vi att branscherna industri och teknologi utgjorde en tydlig majoritet av portföljerna med låga multiplar. Eftersom branscherna inte kunde förklara den stora skillnaden i ackumulerad avkastning mellan EV/EBIT och EBITDA fanns det anledning att undersöka skillnaderna inom branscherna för varje multipel i enlighet med Elmasry (2007) som betonar att kapitalintensiteten kan skilja sig avsevärt även inom en industri. Denna studie nådde ett liknande resultat då vi fann att avskrivningarna och således kapitalintensiteten varierade märkbart inom branscherna. Avskrivningarna för multipeln EV/EBIT uppgick till 27,91 procent och 29,25 procent för sex respektive tolv månaders innehavsperiod för företag inom industribranschen. Avskrivningarna för multipeln EV/EBITDA uppgick istället till 43,37 procent och 42,55 procent för sex respektive tolv månaders innehavsperiod inom samma bransch. Även branschen teknologi uppvisade samma trend, där multipeln EV/EBIT hade lägre andel avskrivningar oberoende av innehavsperioden.

Resultatet från denna studie och Elmasrys (2007) studie står däremot i kontrast till DeRosa (2010) som istället hävdar att företag som är mindre kapitalintensiva lättare kan replikeras av konkurrenter vilket i slutändan leder till försämrad vinstmarginal och

marknadsandel. DeRosa (2010) menar att kapitalintensiva företag skapar inträdesbarriärer av just den anledningen att de är kapitalintensiva. Att replikera en exempelvis välutvecklad infrastruktur för distribution och försäljning skulle enligt DeRosa (2010) vara både svårt och kostsamt och alltså kunna leda till större inträdesbarriärer för konkurrenter än immateriella tillgångar som patent, varumärke eller humankapital som Elmasry (2007) hävdar. DeRosas (2010) argument stärks av Greenwald m.fl. (2004) som hävdar att värdet för många företag bör bestämmas av kostnaden att reproducera dess materiella tillgångar.

5.4 Innehavsperiodens påverkan

En central del i denna studie har varit att undersöka om en innehavsperiod på sex månader leder till högre avkastning än en innehavsperiod på tolv månader. De portföljer som uppnått högst ackumulerad avkastning har haft en innehavsperiod på sex månader. Även om Graham (2003) hävdade att aktiemarknaden är ineffektiv på kort sikt på grund av psykologiska fällor, fastslog han att priset på tillgången korrigeras på lång sikt i överensstämmelse med prestationen. Graham (2003) definierade varken kort eller lång sikt ingående, men under antagandet att det innebär en innehavsperiod som överstiger ett år står Grahams (2003) argument i kontrast till resultatet för denna studie, som fann att en innehavsperiod på sex månader genererade strategins högsta ackumulerade avkastning. Greenblatt (2010) argumenterar för att innehavsperioden bör uppgå till ett år för att aktiepriset ska hinna korrigeras till sitt fundamentala värde. Både Karlsson och Najafis (2011) samt denna studie har emellertid visat på att en innehavsperiod på sex månader varit tillräcklig för att aktiernas pris ska hinna korrigeras för att på så sätt uppnå överavkastning. En alternativ förklaring till aktiernas återhämtning med avseende på priset ges av Bodie, Kane och Marcus (2011) som handlar om att marknads riskpremie varierar över tid. När marknadspremien och därmed avkastningskravet stiger, sjunker aktiepriserna. När marknaden sedan återhämtar sig samtidigt som avkastningskravet är fortsatt högt, ger detta intrycket att aktierna återhämtar sig (Bodie, Kane & Marcus, 2011).

Eftersom denna studie grundat sig på en strategi med två olika innehavsperioder har det varit svårt att avgöra var brytpunkten går för den optimala innehavsperioden. För en investeringsstrategi skulle en optimal innehavsperiod innebära att den sträcker sig över den tid som krävs för att aktiernas pris ska hinna korrigeras till sitt fundamentala värde.

Jegadeesh och Titmans (2001) studie på momentumstrategier över tre olika tidsserier antyder att marknads ineffektivitet avtar efter innehavsperioder på nio månader och uppvisar ett negativt samband efter 13 månader. Att marknads ineffektivitet avtar innebär i detta sammanhang att aktiepriset har korrigerats till sitt fundamentala värde. Jegadeesh och Titmans (2001) resultat är i linje med Fred och Mossenbergs (2015) studie som fann att innehavsperioder längre än ett år uppvisade ett negativt samband med den ackumulerade avkastningen.

En annan viktig del i denna studie har varit att undersöka hur en kombination av en momentum- och värdestrategi kan användas tillsammans och med samma innehav- och tidsperiod för att generera avkastning. Conrad och Kaul (1998) hävdar att både momentum- och värdestrategier kan uppnå överavkastning under samma tidsperiod, under förutsättningen att innehavsperioden skiljer sig åt. Även om ingen av de ingående portföljerna för denna studie har baserats enbart på en momentumstrategi, finner studiens resultat att en kombination av en momentum- och värdestrategi kan användas under samma tid- och innehavsperiod för att generera statistiskt säkerställd överavkastning.

5.5 EV/EBIT och EV/EBITDA i kombination med prisindex

Denna studie har undersökt om avkastningen för portföljerna som baserats på respektive multipel ökar om multiplarna kombineras med en momentumstrategi i form av ett sexmånaders prisindex. Även om portföljen som baserats enbart på EV/EBIT med en innehavsperiod på sex månader genererade högst ackumulerad avkastning, tillhörde portföljerna som kombinerat låga multiplar med prisindex den andra respektive tredje bästa av totalt tolv portföljer. EV/EBITDA i kombination med prisindex var även den enda portfölj som uppnådde statistiskt säkerställda resultat för höga multipelvärderna inom ett 95-procentigt dubbelsidigt konfidensintervall. Resultatet från denna studie står till viss del i kontrast till Vanstraceele och Du Toits (2012) resultat som visade att en kombination av EV/EBIT och ett sexmånaders prisindex genererade högre avkastning än EV/EBIT som ensam faktor. Vanstraceele och Du Toits (2012) resultat grundades emellertid på innehavsperioder om tolv månader samtidigt som denna studie valt en innehavsperiod på sex månader för kombinationen mellan de båda strategierna. Jegadeesh och Titman (1993) samt Hogan m.fl. (2004) konstaterade att en momentumstrategi genererade högre avkastning vid innehavsperioder kortare än ett år. Det är emellertid möjligt att en

momentumstrategi som enskild faktor presterar bättre vid kortare innehavsperioder men den i kombination med ytterligare en faktor kan gynnas av en längre tidsperiod. En annan anledning varför resultatet från denna studie skiljer sig från Vanstraceele och Du Toits (2012) kan vara urvalet. Även om de baserade sin studie på den europeiska marknaden är det svårt att säga till vilken grad den speglar Stockholmsbörsen med avseende på effektivitet och branschernas vikt. Vanstraceele och Du Toit (2012) studerade dessutom perioden 1999-2011, vilket omfattade IT/Telekom-bubblan (1999) och recessionen som följde (2001). Eftersom dessa två händelser inte omfattade den valda perioden för vår studie är det möjligt att det förklarar varför resultatet blivit ett annat.

Att låga EV/EBIT har genererat en högre avkastning än vid en kombination kan styrkas av Asness (1997) resultat som står i kontrast till Vanstraceele och Du Toits (2012). Asness (1997) resultat antyder att värde- och momentumstrategier bör uppnå högre avkastning var för sig än vid en kombination eftersom strategierna korrelerar negativt med varandra. I en senare studie finner emellertid Asness, Moskowitz och Pedersen (2013) att en kombination av en likaviktad värde- och momentumstrategi är immun mot likviditetsrisk och genererar substantiell överavkastning. Asness, Moskowitz och Pedersen (2013) hävdar att likviditetsrisk uppvisar en negativ korrelation med värdestrategier men en positiv korrelation med momentumstrategier och hänvisar således en viss del av den negativa korrelationen mellan de båda strategierna till likviditetsrisken. Samtidigt som likviditetsrisken delvis kan förklara varför momentumstrategier erhåller en positiv riskpremie, innebär det faktum att värdestrategier korrelerar negativt med likviditetsrisk att den positiva riskpremien för värdestrategier blir svår att förklara. Asness, Moskowitz och Pedersen (2013) fann en stark korrelation mellan strategierna över olika typer av tillgångar och marknader och hävdar att det kan finnas gemensamma globala riskfaktorer som utgör en premie för de båda strategierna. Det är däremot svårt att förklara premien med hjälp av rådande APT som är beroende av faktorer som investeringsrisk eller tillväxt (Asness, Moskowitz & Pedersen, 2013). Kan det vara så att riskpremien kan förklaras av att investerare i enlighet med Lakonishok, Shleifer och Vishny (1994) samt Asness (1997) håller aktier som anses obekväma i den mening att företagen som speglar tillgången upplevs som sämre?

Asness, Moskowitz och Pedersen (2013) hävdar vidare att en kombination av en momentum- och värdestrategi är bättre med avseende på förväntad avkastning och

diversifiering vilket utgör en ännu större utmaning för modeller som CAPM att förklara. Att momentumstrategier korrelerar positivt med likviditetsrisk samtidigt som värdestrategier korrelerar negativt kan förklaras av att en momentumstrategi representerar de mest populära och således likvida transaktionerna givet att investerare jagar de aktier som apprecierat mest under den närmaste tidsperioden. Värdeaktier representerar istället ett contrarian-synsätt. När en likviditetschock uppstår kommer investerare som vill sälja av sina tillgångar på grund av ett likviditetsbehov och riskhantering sätta större prispress på de mest populära och omsatta transaktionerna. Detta sker på grund av att alla försöker lämna tillgångarna vid samma tidpunkt, samtidigt som de mindre omsatta tillgångarna i form av värdeaktier inte påverkas i samma utsträckning (Pedersen, 2009). Även om låga EV/EBIT genererat högst avkastning av samtliga portföljer har denna studie uppvisat att en kombination av en värde- och momentumstrategi har lett till en högre ackumulerad avkastning för låga EV/EBITDA tillsammans med prisindex än om multipeln testats ensam. Huruvida det beror på att portföljen utgjorts av obekväma aktier eller om det finns globala riskfaktorer som förklarar den erhållna premien är emellertid svårare att bevisa och skulle eventuellt kräva andra (icke)-linjära modeller för att kunna förklara fenomenet.

6 Slutsats

Studiens syfte har varit att analysera investeringsstrategier baserade på multiplarna EV/EBIT och EV/EBITDA. Resultatet från studien visar på att nio av sammanlagt tolv portföljer som baserats på de olika multiplarna uppnått riskjusterad överavkastning gentemot jämförelseindex OMXSPI under den studerade tidsperioden 2005-03-31 – 2016-03-31. Av tolv studerade portföljer har resultatet för sju portföljer kunnat säkerställas statistiskt inom dubbelsidiga konfidensintervall om 90-99 procent. Vid beräkningen av den riskjusterade avkastningen framkom även att samtliga portföljer uppvisat lägre betavärden än marknaden under den studerade tidsperioden. Resultatet från studien stämmer överens med andra studier som gjorts om multiplarna, och antyder likt dessa att en investeringsstrategi baserad på antingen EV/EBIT eller EV/EBITDA enskilt eller i kombination med ett prisindex kan vara ett verktyg för att uppnå kontinuerlig riskjusterad överavkastning gentemot OMXSPI.

Vid jämförelsen mellan EV/EBIT och EV/EBITDA framkom att portföljen som baserats på EV/EBIT med en innehavsperiod på sex månader uppnådde högst ackumulerad avkastning av samtliga studerade portföljer. Eftersom avskrivningarna är den faktor som skiljer multiplarna åt har ett grundläggande syfte med studien varit att analysera avskrivningarnas och därmed investeringarnas påverkan på portföljernas avkastning. Studien fann en distinkt skillnad mellan de båda multiplarna varav EV/EBIT präglades av en trend med genomgående lägre andel avskrivningar i förhållande till EBITDA jämfört med multipeln EV/EBITDA. Resultatet från studien är i enlighet med Elmasry (2007) samt Porter (1979) som hävdar att företag som grundar sin konkurrensfördel på immateriella tillgångar i större utsträckning har bättre förutsättningar att uppnå långsiktig lönsamhet.

Utöver en jämförelse av multiplarna EV/EBIT och EV/EBITDA har studien analyserat hur en kombination av varje multipel tillsammans med en momentumstrategi i form av ett prisindex har påverkat portföljens avkastning. Resultatet visar att en kombination av en värde- och momentumstrategi är effektiv för syftet att uppnå överavkastning, då portföljerna som utgjorts av en kombination av antingen EV/EBIT och prisindex eller EV/EBITDA och prisindex har utgjort de näst respektive tredje bästa strategierna av totalt

tolv portföljer. Varför EV/EBITDA uppnår högre avkastning i kombination med en momentumstrategi än som enskild faktor samtidigt som EV/EBIT presterar bättre som enskild faktor har emellertid varit svårt att förklara.

7 Förslag på vidare forskning

Eftersom studien inte kunnat förklara effekten av en kombination av en värde- och momentumstrategi finns det en mening i att vidare undersöka varför vissa multiplar presterar bättre enskilt samtidigt som andra gynnas av att kombineras med ytterligare en faktor.

Denna studie kom fram till att en innehavsperiod på sex månader var att föredra framför en innehavsperiod på tolv månader. Andra studier har visat på att en innehavsperiod som är längre än tolv månader har en negativ effekt på avkastningen. Även om vår studie antyder att en innehavsperiod som är kortare än tolv månader är att föredra, skulle det vara intressant att ta reda på var brytpunkten går för den optimala innehavsperioden, om det finns en sådan. Att analysera innehavsperioder på tre, sex respektive nio månader skulle kunna ge en antydning om vilken innehavsperiod som är att föredra.

Det skulle även kunna finnas en mening med att undersöka om resultatet för denna studie går att applicera på andra finansiella marknader utöver Stockholmsbörsen. Är EV/EBIT bättre än EV/EBITDA på att generera överavkastning även globalt eller beror resultaten på studiens geografiska omfång?

8 Källförteckning

Arbnor, I., Bjerke, B. (1994) *Företagsekonomisk metodlära*. Lund: Studentlitteratur.

Asness, C.S. (1997) The Interaction of Value and Momentum Strategies. *Financial Analysts Journal*, mars/april.

Asness, C.S., Moskowitz, T.J. & Pedersen, L.H. (2013) Value and Momentum Everywhere. *The Journal of Finance*, 68 (3), 929-985.

Baker, M., Ruback R.S. (1999) Estimating Industry Multiples. Harvard Business School.

Barney, J.B. (1991) Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17 (1), 99-120.

Barras, L., Scaillet, O. & Wermers, R. (2009) False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas. *Swiss Finance Institute*, 8-18.

Berman, K., Knight, J. & Case, J. (2006) *Financial Intelligence: A Manager's Guide to Knowing What the Numbers Really Mean*. Boston: Harvard Business School Press.

Bernard, V.L., Jacob, K.T. (1990) Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 13, 305-310.

Besterman, A., Larsson, M. (2016) Aktieavkastningars relation till fundamentala multiplar: En studie om fundamentala värde drivare och prisanomalier på marknaden. Magisteruppsats - Linköpings universitet.

Bhattacharjee, A. (2012) *Social Science Research: Principles, Methods and Practices*, 2. Florida: Textbooks Collection.

Björklund, M., Paulsson, U. (2003) *Seminarieboken: Att skriva, presentera och opponera*. Lund: Studentlitteratur.

Black, F., Jensen, M.C. & Scholes, M. (1972) The capital asset pricing model: some empirical tests. *Praeger Publishers*.

Blaikie, N. (2003) *Analyzing Quantitative Data*, 1. London: Sage Publications.

Bloom, J.Z., Lambrechts, I.J. & Le Roux, N.J. (1998) Distinguishing between capital intensive and labour intensive enterprises listed in the industrial sector of the JSE. *Management Dynamics*, 7, 39-68.

Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2011) *Investment and Portfolio Management*, 9. New York: McGraw-Hill Companies Inc.

Brown, S.J., Goetzmann, W. (1995) Performance persistence. *The Journal of Finance*, 50, 679-698.

Bryman, A., Bell, E. (2013) *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*, 2. Johanneshov: MTM.

Capaul, C., Rowley, I. & Sharpe, W. (1993) International value and growth stock returns. *Financial Analysts Journal*, jan/feb, 27-36.

Chan, K. (1988) On the contrarian investment strategy. *Journal of Business*, 61, 147-163.

Chan, K., Hamao, Y. & Lakonishok, J. (1991) Fundamentals and stock returns in Japan. *The Journal of Finance*, 46, 1739-1764.

Chen, N. (1983) Some empirical tests of the theory of arbitrage pricing. *The Journal of Finance*, 38, 1393-1414.

Conrad, J., Kaul, G. (1998) An anatomy of trading strategies. *Review of Financial Studies*, 11, 489-519.

Coudert, V., Raymond-Feingold, H. (2011) Gold and financial assets: Are there any safe havens in bear markets? *Economics Bulletin*, 1613-22.

Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation*, 3. New York: Wiley Finance.

Davis, J. (1994) The cross-section of realized stock returns: The pre-COMPUSTAT evidence. *The Journal of Finance*, 49, 1579-1593.

De Bondt, W.F.M, Thaler, R. (1985) Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40 (3), 793-805.

DeRosa, W.J. (2010) Capital Intensive Businesses Can Be Good Investments - Target Corp. Gurufocus.com, <https://www.gurufocus.com/news/88737/capital-intensive-businesses-can-be-good-investments--target-corp> [Hämtad 2017-05-15].

Elmasry, H. (2007) Capital intensity and stock returns. *Journal of Investment Strategy*, 2 (1), 61-65.

Enders, W. (1995) *Applied Econometric Time Series*, 1. New York: Wiley & Sons, Inc.

Fama, E. F. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.

Fama, E. F., French, K. R. (1992) The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47 (2), 427-465.

Fama, E. F., French, K. R. (2004) The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18 (3), 25-46.

Fama, E.F., McBeth, J. (1973) Risk, return and equilibrium: Empirical tests. *Journal of Political Economy*, 81, 607-636.

Fred, J. och Mossenberg, A. (2015) Investering enligt Magic Formula på den svenska aktiemarknaden. Magisteruppsats – Linköpings universitet.

Freeman, R., Tse, S. (1989) The multi-period information content of earnings announcements: Rational delayed reactions to earnings news. *Journal of Accounting Research*, 27, 49-79.

Frykman, D., Tolleryd J. (2003) *Corporate valuation, an easy guide to measuring value*. Storbritannien: Pearson Education Ltd.

Graham, B., Dodd, D. (2009) *Security Analysis*. USA: McGraw-Hill Companies, Inc.

Graham, B., Zweig, J. (2003) *The Intelligent Investor*. New York: HarperBusiness.

Greenblatt, J. (2010) *The Little Book That Still Beats the Market*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Greenwald, B., Kahn, J., Sonkin, P.D. & Van Biema, M. (2004) *Value investing - From Graham to Buffet and Beyond*. New York: Wiley Finance.

Haugen, R., N. Baker. (1996) Commonality in the Determinants of Expected Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 41 (3), 401-439.

Hogan, S., Jarrow, R. Teo, M. & Waracha, M. (2004) Testing Market Efficiency Using Statistical arbitrage with Application to Momentum and Value strategies. *Journal of Financial Economics*, 73, 525-565.

Investopedia, *Contrarian*, tillgänglig via

<http://www.investopedia.com/terms/c/contrarian.asp> (hämtad 17-05-26).

Jacobsen, D.I. (2002) *Vad, hur och varför - om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur.

Jegadeesh, N., Titman, S. (1993) Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*, 48, 65-91.

Jegadeesh, N., Titman, S. (2001) Probability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations. *The Journal of Finance*, 56, 699-720.

Karlsson, S., Najafi, A.M. (2011) EV/EBITDA: är det supermultipeln som kan generera överavkastning? Magisteruppsats – Linköpings universitet.

Kendall, M. G., Hill, A. B. (1953) The Analysis of Economic Time-series-part i: Prices. *Journal of the Royal Statistical Society*, 116 (1), 11-34.

Kothari, S. P., Shanken, J. & Sloan, R.G. (1995) Another look at the cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 50, 185-224.

Lakonishok, J., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1994) Contrarian Investment, Extrapolation and Risk. *The Journal of Finance*, 49, 1541-1578.

Lee, A.C., Lee, J.C. & Lee, C.F. (2009) *Financial Analysis, Planning & Forecasting: Theory and Application*, 2. Singapore: World Scientific Publishing.

Lindmark, J. (2013) *Dyr aktiv förvaltning i fega fonder*, tillgänglig via <http://www.morningstar.se/Articles/Chronicle.aspx?title=dyr-aktiv-fonder-active-share> (hämtad 2017-03-06)

Lo, A., MacKinlay, C. (1990) Data-Snooping Biases in Tests of Financial Asset Pricing Models. *Review of Financial Studies*, 3, 431-467.

Malkiel, B. G. (1973) *A random walk down Wall Street: the time-tested strategy for successful investing*, 1. New York: WW Norton & Co.

Malkiel, B. G. (1995) Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991. *The Journal of Finance*, 50 (2), 549-572.

- Markowitz, H. (1952) Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7 (1), 77-91.
- Massaro, K. (2011) *Thomson Reuters Eikon: What went wrong?* Tillgänglig via <http://www.wallstreetandtech.com/trading-technology/thomson-reuters-eikon-what-went-wrong/d/d-id/1265525?> (hämtad 17-04-20).
- Modigliani, F., Pogue, G.A. (1974) An Introduction to Risk and Return. *Financial Analysts Journal*, 30, 69-86.
- Nofsinger, R.J. (2005) *The psychology of investing*, 2. New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Parker, A.S., Ortega, A., Neuhart, P. & Kausar, N. (2011) US Equity Strategy: Low Capital Spending and Pricing Power. *Morgan Stanley Research*.
- Patel, R., Davidson, B. (2011) *Forskningsmetodikens grunder*. Lund: Studentlitteratur.
- Patell, M., Wolfson, M.A. (1984) The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements. *Journal of Financial Economics*, 13, 223-52.
- Piotroski, J. (2000) Value Investing: The Use of Historical Financial Statements to Separate Winners from Losers. *Journal of Accounting Research*, 38.
- Pirttilä, C.L., Nordh, O. (2015) Relativvärderingsbaserade investeringar – Hur väl fungerar de i olika branscher? Magisteruppsats – Linköpings universitet.
- Porter, M. (1979) How competitive forces shape strategy. *Harvard Business Review*, 57 (2), 83-92.
- Rendleman, R.J., Jones, C.P. & Latané, H.A. (1982) Empirical anomalies based on unexpected earnings and the importance of risk adjustments. *Journal of Financial Economics*, 10, 269-287.
- Roberts, P., Priest, H. & Traynor, M. (2006) Reliability and Validity in Research. *Nursing Standard*, 20 (44), 41-45.

Roll, R. (1977) A critique of the asset pricing theory's tests. *Journal of Financial Economics*, 4 (2), 129-176.

Rosenberg, B., Reid, K. & Lanstein, R. (1985) Persuasive evidence of market inefficiency. *The Journal of Portfolio Management*, 11 (3), 9-16.

Sharpe, W.F. (1966). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, 39 (1), 119-138.

Tweedy, Browne Company LLC. (1992) What Has Worked in Investing: Studies of Investment Approaches and Characteristics Associated with Exceptional Returns, *Tweedy, Browne Company LLC*.

Vanstraceele, P., Du Toit, T. (2012) Quantitative Value Investing In Europe: What Works for Achieving Alpha.

Wahlin, K. (2011) *Tillämpad statistik*. Stockholm: Bonnier Utbildning AB.

Wooldridge, Jeffrey M. (2015) *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 6. Kentucky: South-Western Cengage Learning.

9 Bilagor

9.1 Regressionsresultat för studiens portföljer

EV/EBIT 20 lägsta
6 mån
t-test: Parat två-sampel för medelvärde

| | <i>Variabel 1</i> | <i>Variabel 2</i> |
|-------------------------------|-------------------|-------------------|
| Medelvärde | 0,018263479 | 0,006540156 |
| Varians | 0,003211148 | 0,002480169 |
| Observationer | 132 | 132 |
| Pearson-korrelation | 0,81999921 | |
| Antagen medelvärdeskillnad | 0 | |
| fg | 131 | |
| t-kvot | 4,130967503 | |
| P(T<=t) ensidig | 3,19924E-05 | |
| t-kritisk ensidig | 1,656568649 | |
| P(T<=t) tvåsidig | 6,39848E-05 | |
| t-kritisk tvåsidig | 1,978238539 | |

EV/EBIT 20 lägsta
12 mån
t-test: Parat två-sampel för medelvärde

| | <i>Variabel 1</i> | <i>Variabel 2</i> |
|-------------------------------|-------------------|-------------------|
| Medelvärde | 0,014943977 | 0,006540156 |
| Varians | 0,003290864 | 0,002480169 |
| Observationer | 132 | 132 |
| Pearson-korrelation | 0,815171288 | |
| Antagen medelvärdeskillnad | 0 | |
| fg | 131 | |
| t-kvot | 2,89372595 | |
| P(T<=t) ensidig | 0,002230245 | |
| t-kritisk ensidig | 1,656568649 | |
| P(T<=t) tvåsidig | 0,004460489 | |
| t-kritisk tvåsidig | 1,978238539 | |

EV/EBIT 20 högsta
6 mån
t-test: Parat två-sampel för medelvärde

| | <i>Variabel 1</i> | <i>Variabel 2</i> |
|-------------------------------|-------------------|-------------------|
| Medelvärde | 0,005970353 | 0,006540156 |
| Varians | 0,004795166 | 0,002480169 |
| Observationer | 132 | 132 |
| Pearson-korrelation | 0,749748338 | |
| Antagen medelvärdeskillnad | 0 | |
| fg | 131 | |
| t-kvot | 0,142715141 | |
| P(T<=t) ensidig | 0,443367216 | |
| t-kritisk ensidig | 1,656568649 | |
| P(T<=t) tvåsidig | 0,886734433 | |
| t-kritisk tvåsidig | 1,978238539 | |

EV/EBIT 20 högsta
12 mån
t-test: Parat två-sampel för medelvärde

| | <i>Variabel 1</i> | <i>Variabel 2</i> |
|-------------------------------|-------------------|-------------------|
| Medelvärde | 0,009431682 | 0,006540156 |
| Varians | 0,004653543 | 0,002480169 |
| Observationer | 132 | 132 |
| Pearson-korrelation | 0,777712398 | |
| Antagen medelvärdeskillnad | 0 | |
| Fg | 131 | |
| t-kvot | 0,772482668 | |
| P(T<=t) ensidig | 0,220610033 | |
| t-kritisk ensidig | 1,656568649 | |
| P(T<=t) tvåsidig | 0,441220066 | |
| t-kritisk tvåsidig | 1,978238539 | |

EV/EBITDA

20 lägsta

6 mån

t-test: Parat två-sampel för
medelvärde

| | <i>Variabel 1</i> | <i>Variabel 2</i> |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|
| Medelvärde | 0,011837015 | 0,006540156 |
| Varians | 0,003415149 | 0,002480169 |
| Observationer | 132 | 132 |
| Pearson-korrelation | 0,819255303 | |
| Antagen medelvärdesskillnad | 0 | |
| fg | 131 | |
| t-kvot | 1,813033568 | |
| P(T<=t) ensidig | 0,036058077 | |
| t-kritisk ensidig | 1,656568649 | |
| P(T<=t) tvåsidig | 0,072116153 | |
| t-kritisk tvåsidig | 1,978238539 | |

EV/EBITDA

20 lägsta

12 mån

t-test: Parat två-sampel för medelvärde

| | <i>Variabel 1</i> | <i>Variabel 2</i> |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|
| Medelvärde | 0,013245287 | 0,006540156 |
| Varians | 0,003512369 | 0,002480169 |
| Observationer | 132 | 132 |
| Pearson-korrelation | 0,839537686 | |
| Antagen medelvärdesskillnad | 0 | |
| fg | 131 | |
| t-kvot | 2,392504897 | |
| P(T<=t) ensidig | 0,009076709 | |
| t-kritisk ensidig | 1,656568649 | |
| P(T<=t) tvåsidig | 0,018153418 | |
| t-kritisk tvåsidig | 1,978238539 | |

EV/EBITDA

20 högsta

6 mån

t-test: Parat två-sampel för medelvärde

| | <i>Variabel 1</i> | <i>Variabel 2</i> |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|
| Medelvärde | 0,007510727 | 0,006540156 |
| Varians | 0,003204757 | 0,002480169 |
| Observationer | 132 | 132 |
| Pearson-korrelation | 0,7605458 | |
| Antagen medelvärdesskillnad | 0 | |
| fg | 131 | |
| t-kvot | 0,298392026 | |
| P(T<=t) ensidig | 0,382938376 | |
| t-kritisk ensidig | 1,656568649 | |
| P(T<=t) tvåsidig | 0,765876752 | |
| t-kritisk tvåsidig | 1,978238539 | |

EV/EBITDA

20 högsta

12 mån

t-test: Parat två-sampel för medelvärde

| | <i>Variabel 1</i> | <i>Variabel 2</i> |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|
| Medelvärde | 0,010221305 | 0,006540156 |
| Varians | 0,003101395 | 0,002480169 |
| Observationer | 132 | 132 |
| Pearson-korrelation | 0,774335967 | |
| Antagen medelvärdesskillnad | 0 | |
| fg | 131 | |
| t-kvot | 1,179180894 | |
| P(T<=t) ensidig | 0,120231671 | |
| t-kritisk ensidig | 1,656568649 | |
| P(T<=t) tvåsidig | 0,240463343 | |
| t-kritisk tvåsidig | 1,978238539 | |

EV/EBIT
Låga + prisindex
t-test: Parat två-sampel för medelvärde

| | <i>Variabel 1</i> | <i>Variabel 2</i> |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|
| Medelvärde | 0,017730787 | 0,006540156 |
| Varians | 0,002826675 | 0,002480169 |
| Observationer | 132 | 132 |
| Pearson-korrelation | 0,754665227 | |
| Antagen medelvärdesskillnad | 0 | |
| fg | 131 | |
| t-kvot | 3,551592362 | |
| P(T<=t) ensidig | 0,000266379 | |
| t-kritisk ensidig | 1,656568649 | |
| P(T<=t) tvåsidig | 0,000532757 | |
| t-kritisk tvåsidig | 1,978238539 | |

EV/EBIT
Höga + prisindex
t-test: Parat två-sampel för medelvärde

| | <i>Variabel 1</i> | <i>Variabel 2</i> |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|
| Medelvärde | 0,009678934 | 0,006540156 |
| Varians | 0,003230669 | 0,002480169 |
| Observationer | 132 | 132 |
| Pearson-korrelation | 0,81633418 | |
| Antagen medelvärdesskillnad | 0 | |
| fg | 131 | |
| t-kvot | 1,092622808 | |
| P(T<=t) ensidig | 0,138282355 | |
| t-kritisk ensidig | 1,656568649 | |
| P(T<=t) tvåsidig | 0,276564711 | |
| t-kritisk tvåsidig | 1,978238539 | |

EV/EBITDA
Låga + prisindex
t-test: Parat två-sampel för medelvärde

| | <i>Variabel 1</i> | <i>Variabel 2</i> |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|
| Medelvärde | 0,017595741 | 0,006540156 |
| Varians | 0,002710088 | 0,002480169 |
| Observationer | 132 | 132 |
| Pearson-korrelation | 0,767547418 | |
| Antagen medelvärdesskillnad | 0 | |
| fg | 131 | |
| t-kvot | 3,650937279 | |
| P(T<=t) ensidig | 0,000188186 | |
| t-kritisk ensidig | 1,656568649 | |
| P(T<=t) tvåsidig | 0,000376371 | |
| t-kritisk tvåsidig | 1,978238539 | |

EV/EBITDA
Höga + prisindex
t-test: Parat två-sampel för medelvärde

| | <i>Variabel 1</i> | <i>Variabel 2</i> |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|
| Medelvärde | 0,012602745 | 0,006540156 |
| Varians | 0,003067737 | 0,002480169 |
| Observationer | 132 | 132 |
| Pearson-korrelation | 0,791100211 | |
| Antagen medelvärdesskillnad | 0 | |
| fg | 131 | |
| t-kvot | 2,024581551 | |
| P(T<=t) ensidig | 0,022471532 | |
| t-kritisk ensidig | 1,656568649 | |
| P(T<=t) tvåsidig | 0,044943064 | |
| t-kritisk tvåsidig | 1,978238539 | |

9.2 Portföljsammansättning mellan 2005-03-31 – 2016-03-31

| Låga EV/EBIT 6 mån 2005-03-31 | | | | Låga EV/EBIT 6 mån 2005-09-30 | | | | Låga EV/EBIT 6 mån 2006-03-31 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|----------|----------|-----------|-------------------------------|----------|-----------|-----------|-------------------------------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|
| BORG.ST | HLDX.ST | VBGb.ST | NOLAb.ST | SSABb.ST | KLED.ST | AQ.ST | TEL2b.ST | KLED.ST | ADDTb.ST | XANOb.ST | VITb.ST | BRGb.ST | JM.ST | OEMb.ST | BOL.ST | SSABb.ST | IARb.ST | AQ.ST | ANODb.ST | BORG.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | SKFb.ST | HLDX.ST | LUPE.ST | AFb.ST | NTEKb.ST | | | | | | | | | | | | |
| SSABb.ST | ELUXb.ST | ADDTb.ST | NCCb.ST | BORG.ST | OEMb.ST | JM.ST | NCCb.ST | BRGb.ST | JM.ST | OEMb.ST | BOL.ST | SSABb.ST | IARb.ST | AQ.ST | ANODb.ST | BORG.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | SKFb.ST | HLDX.ST | LUPE.ST | AFb.ST | NTEKb.ST | | | | | | | | | | | | | | | | |
| AQ.ST | OEMb.ST | SAABb.ST | BOL.ST | VOLVb.ST | ADDTb.ST | SKFb.ST | ELUXb.ST | SSABb.ST | IARb.ST | AQ.ST | ANODb.ST | BORG.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | SKFb.ST | HLDX.ST | LUPE.ST | AFb.ST | NTEKb.ST | BORG.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | SKFb.ST | HLDX.ST | LUPE.ST | AFb.ST | NTEKb.ST | | | | | | | | | | | | |
| KLED.ST | TEL2b.ST | BEIAb.ST | AXFO.ST | ANODb.ST | SAABb.ST | BOL.ST | NTEKb.ST | BORG.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | SKFb.ST | HLDX.ST | LUPE.ST | AFb.ST | NTEKb.ST | BORG.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | SKFb.ST | HLDX.ST | LUPE.ST | AFb.ST | NTEKb.ST | | | | | | | | | | | | | | | | |
| VITb.ST | SKFb.ST | HIQ.ST | JM.ST | HLDX.ST | WIHL.ST | SOFb.ST | VITb.ST | HLDX.ST | LUPE.ST | AFb.ST | NTEKb.ST | BORG.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | SKFb.ST | HLDX.ST | LUPE.ST | AFb.ST | NTEKb.ST | BORG.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | SKFb.ST | HLDX.ST | LUPE.ST | AFb.ST | NTEKb.ST | | | | | | | | | | | | |
| Låga EV/EBIT 6 mån 2006-09-30 | | | | Låga EV/EBIT 6 mån 2007-03-31 | | | | Låga EV/EBIT 6 mån 2007-09-30 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| KLED.ST | HLDX.ST | NCCb.ST | VBGb.ST | KLED.ST | OEMb.ST | SOFb.ST | KNOW.ST | KLED.ST | NCCb.ST | XANOb.ST | OEMb.ST | ELEC.ST | JM.ST | ANODb.ST | SOFb.ST | BRGb.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | MYCR.ST | BOL.ST | IARb.ST | SKFb.ST | NTEKb.ST | SAS.ST | IARb.ST | ADDTb.ST | VBGb.ST | ELEC.ST | SSABb.ST | BEGR.ST | NOTE.ST | | | | | | | | |
| ELEC.ST | JM.ST | ELUXb.ST | NOLAb.ST | BRGb.ST | HLDX.ST | XANOb.ST | NTEKb.ST | BRGb.ST | JM.ST | ANODb.ST | SOFb.ST | BRGb.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | MYCR.ST | BOL.ST | IARb.ST | SKFb.ST | NTEKb.ST | SAS.ST | IARb.ST | ADDTb.ST | VBGb.ST | ELEC.ST | SSABb.ST | BEGR.ST | NOTE.ST | | | | | | | | | | | | |
| BRGb.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | MYCR.ST | BOL.ST | HIQ.ST | NCCb.ST | VITb.ST | VITb.ST | SAS.ST | WIHL.ST | HLDX.ST | BRGb.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | MYCR.ST | BOL.ST | IARb.ST | SKFb.ST | NTEKb.ST | SAS.ST | IARb.ST | ADDTb.ST | VBGb.ST | ELEC.ST | SSABb.ST | BEGR.ST | NOTE.ST | | | | | | | | | | | | |
| BOL.ST | IARb.ST | SKFb.ST | NTEKb.ST | SAS.ST | IARb.ST | ADDTb.ST | VBGb.ST | VITb.ST | SAS.ST | WIHL.ST | HLDX.ST | BRGb.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | MYCR.ST | BOL.ST | IARb.ST | SKFb.ST | NTEKb.ST | SAS.ST | IARb.ST | ADDTb.ST | VBGb.ST | ELEC.ST | SSABb.ST | BEGR.ST | NOTE.ST | | | | | | | | | | | | |
| SSABb.ST | XANOb.ST | OEMb.ST | BORG.ST | ELEC.ST | SSABb.ST | BEGR.ST | NOTE.ST | SAS.ST | IARb.ST | ADDTb.ST | VBGb.ST | BRGb.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | MYCR.ST | BOL.ST | IARb.ST | SKFb.ST | NTEKb.ST | SAS.ST | IARb.ST | ADDTb.ST | VBGb.ST | ELEC.ST | SSABb.ST | BEGR.ST | NOTE.ST | | | | | | | | | | | | |
| ELEC.ST | XANOb.ST | OEMb.ST | BORG.ST | ELEC.ST | SSABb.ST | BEGR.ST | NOTE.ST | SAS.ST | IARb.ST | ADDTb.ST | VBGb.ST | BRGb.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | MYCR.ST | BOL.ST | IARb.ST | SKFb.ST | NTEKb.ST | SAS.ST | IARb.ST | ADDTb.ST | VBGb.ST | ELEC.ST | SSABb.ST | BEGR.ST | NOTE.ST | | | | | | | | | | | | |
| Låga EV/EBIT 6 mån 2008-03-31 | | | | Låga EV/EBIT 6 mån 2008-09-30 | | | | Låga EV/EBIT 6 mån 2009-03-31 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| BRGb.ST | BOL.ST | AVEGb.ST | HIQ.ST | JM.ST | KLED.ST | SOFb.ST | INTAb.ST | GUNN.ST | HIQ.ST | ACANb.ST | IARb.ST | SAS.ST | JM.ST | IARb.ST | XANOb.ST | ELEC.ST | UFLXb.ST | BORG.ST | KNOW.ST | KLED.ST | ENEA.ST | NCCb.ST | ANODb.ST | ELEC.ST | UFLXb.ST | BORG.ST | KNOW.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST |
| SAS.ST | JM.ST | IARb.ST | XANOb.ST | BORG.ST | NCCb.ST | IARb.ST | ANODb.ST | ELEC.ST | UFLXb.ST | BORG.ST | KNOW.ST | KLED.ST | ENEA.ST | NCCb.ST | ANODb.ST | ELEC.ST | UFLXb.ST | BORG.ST | KNOW.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | | | | | | | | |
| KLED.ST | ENEA.ST | NCCb.ST | ANODb.ST | ENEA.ST | UFLXb.ST | SSABb.ST | PREVb.ST | GUNN.ST | HIQ.ST | ACANb.ST | IARb.ST | KLED.ST | ENEA.ST | NCCb.ST | ANODb.ST | ELEC.ST | UFLXb.ST | BORG.ST | KNOW.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | | | | | | | | |
| VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | ELEC.ST | AQ.ST | HIQ.ST | OEMb.ST | ELEC.ST | UFLXb.ST | BORG.ST | KNOW.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | | | | | | | | |
| ELEC.ST | POOLb.ST | AQ.ST | BETsb.ST | VITb.ST | POOLb.ST | SEMC.ST | BEIAb.ST | ELEC.ST | AQ.ST | HIQ.ST | OEMb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | | | | | | | | |
| ELEC.ST | POOLb.ST | AQ.ST | BETsb.ST | VITb.ST | POOLb.ST | SEMC.ST | BEIAb.ST | ELEC.ST | AQ.ST | HIQ.ST | OEMb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIAb.ST | | | | | | | | |
| Låga EV/EBIT 6 mån 2009-09-30 | | | | Låga EV/EBIT 6 mån 2010-03-31 | | | | Låga EV/EBIT 6 mån 2010-09-30 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| KLED.ST | BBTOb.ST | TEL2b.ST | HIQ.ST | KLED.ST | AFb.ST | ELUXb.ST | ELEC.ST | TETY.ST | ELEC.ST | STRAX.ST | ELUXb.ST | MYCR.ST | ELEC.ST | KNOW.ST | DUNl.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | XANOb.ST | NCCb.ST | BILL.ST | SOFb.ST | LAGRb.ST | BORG.ST | ERICb.ST | AVEGb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | | | | |
| MYCR.ST | ELEC.ST | KNOW.ST | DUNl.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | XANOb.ST | NCCb.ST | BILL.ST | SOFb.ST | LAGRb.ST | BORG.ST | ERICb.ST | AVEGb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | XANOb.ST | NCCb.ST | BILL.ST | SOFb.ST | LAGRb.ST | BORG.ST | ERICb.ST | AVEGb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | | | | | | | | |
| LAGRb.ST | BORG.ST | ERICb.ST | AVEGb.ST | NCCb.ST | EOLUb.ST | AQ.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | LAGRb.ST | BORG.ST | ERICb.ST | AVEGb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | XANOb.ST | NCCb.ST | BILL.ST | SOFb.ST | LAGRb.ST | BORG.ST | ERICb.ST | AVEGb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | | | | | | | | |
| VITb.ST | NCCb.ST | MULQ.ST | SYSR.ST | STRAX.ST | TEL2b.ST | ERICb.ST | BILlA.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | XANOb.ST | NCCb.ST | BILL.ST | SOFb.ST | LAGRb.ST | BORG.ST | ERICb.ST | AVEGb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | | | | | | | | |
| ADDTb.ST | SOFb.ST | AQ.ST | DGCO.ST | ENEA.ST | DUNl.ST | AAK.ST | INTAb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | XANOb.ST | NCCb.ST | BILL.ST | SOFb.ST | LAGRb.ST | BORG.ST | ERICb.ST | AVEGb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | | | | | | | | |
| ADDTb.ST | SOFb.ST | AQ.ST | DGCO.ST | ENEA.ST | DUNl.ST | AAK.ST | INTAb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | XANOb.ST | NCCb.ST | BILL.ST | SOFb.ST | LAGRb.ST | BORG.ST | ERICb.ST | AVEGb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST | | | | | | | | |
| Låga EV/EBIT 6 mån 2011-03-31 | | | | Låga EV/EBIT 6 mån 2011-09-30 | | | | Låga EV/EBIT 6 mån 2012-03-31 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| VITb.ST | NGSG.ST | BILL.ST | KLED.ST | VITb.ST | KABEb.ST | ODD.ST | HIQ.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | TETY.ST | EOLUb.ST | ELEC.ST | NCCb.ST | XANOb.ST | RROS.ST | KABEb.ST | VSSABb.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | | | | | | | | |
| TETY.ST | EOLUb.ST | ELEC.ST | NCCb.ST | INTAb.ST | ELEC.ST | BULTEN.ST | AQ.ST | XANOb.ST | RROS.ST | KABEb.ST | VSSABb.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | | | | | | | | |
| XANOb.ST | RROS.ST | KABEb.ST | VSSABb.ST | XANOb.ST | BOL.ST | NGSG.ST | VRGb.ST | XANOb.ST | RROS.ST | KABEb.ST | VSSABb.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | | | | | | | | |
| INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | BILL.ST | SAABb.ST | BILlA.ST | ANODb.ST | XANOb.ST | RROS.ST | KABEb.ST | VSSABb.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | | | | | | | | |
| HLDX.ST | SAABb.ST | BORG.ST | AQ.ST | MYCR.ST | JM.ST | MEABb.ST | NOLAb.ST | SAABb.ST | MEABb.ST | NGSG.ST | BOL.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | | | | | | | | |
| HLDX.ST | SAABb.ST | BORG.ST | AQ.ST | MYCR.ST | JM.ST | MEABb.ST | NOLAb.ST | SAABb.ST | MEABb.ST | NGSG.ST | BOL.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | | | | | | | | |
| Låga EV/EBIT 6 mån 2012-09-30 | | | | Låga EV/EBIT 6 mån 2013-03-31 | | | | Låga EV/EBIT 6 mån 2013-09-30 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| SAS.ST | SEMC.ST | ENEA.ST | BBTOb.ST | ATELa.ST | NGSG.ST | EOLUb.ST | VITR.ST | TETY.ST | VRGb.ST | KAHL.ST | ITAbb.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | TETY.ST | SAABb.ST | NGSG.ST | JM.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | | | | |
| TETY.ST | SAABb.ST | NGSG.ST | JM.ST | TETY.ST | SAABb.ST | SEMC.ST | ENEA.ST | TETY.ST | VRGb.ST | KAHL.ST | ITAbb.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | TETY.ST | SAABb.ST | NGSG.ST | JM.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | | | | |
| VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | ENRO.ST | NOLAb.ST | JM.ST | TETY.ST | VRGb.ST | KAHL.ST | ITAbb.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | TETY.ST | SAABb.ST | NGSG.ST | JM.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | | | | |
| XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | NOKIA.ST | XANOb.ST | DORO.ST | NCCb.ST | TETY.ST | VRGb.ST | KAHL.ST | ITAbb.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | TETY.ST | SAABb.ST | NGSG.ST | JM.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | | | | |
| ATELa.ST | NOTE.ST | NTEKb.ST | MEABb.ST | CCORb.ST | LAGRb.ST | ADDTb.ST | FPIP.ST | TETY.ST | VRGb.ST | KAHL.ST | ITAbb.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | TETY.ST | SAABb.ST | NGSG.ST | JM.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | | | | |
| ATELa.ST | NOTE.ST | NTEKb.ST | MEABb.ST | CCORb.ST | LAGRb.ST | ADDTb.ST | FPIP.ST | TETY.ST | VRGb.ST | KAHL.ST | ITAbb.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | TETY.ST | SAABb.ST | NGSG.ST | JM.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | XANOb.ST | DORO.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | | | | |
| Låga EV/EBIT 6 mån 2014-03-31 | | | | Låga EV/EBIT 6 mån 2014-09-30 | | | | Låga EV/EBIT 6 mån 2015-03-31 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TETY.ST | NGSG.ST | SOFb.ST | SEMC.ST | TETY.ST | DORO.ST | NOTE.ST | NCCb.ST | TETY.ST | VICPb.ST | HTRO.ST | SENS.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | TETY.ST | NGSG.ST | SEMC.ST | ELEC.ST | SAS.ST | NTEKb.ST | MSCb.ST | BBTOb.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | | | | |
| EOLUb.ST | FPiP.ST | LAGRb.ST | ELEC.ST | MVIRb.ST | DEDIC.ST | ELEC.ST | VBGb.ST | TETY.ST | VICPb.ST | HTRO.ST | SENS.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | TETY.ST | NGSG.ST | SEMC.ST | ELEC.ST | SAS.ST | NTEKb.ST | MSCb.ST | BBTOb.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | | | | |
| SAS.ST | NTEKb.ST | MSCb.ST | BBTOb.ST | NGSG.ST | BELE.ST | ENRO.ST | XANOb.ST | TETY.ST | VICPb.ST | HTRO.ST | SENS.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | TETY.ST | NGSG.ST | SEMC.ST | ELEC.ST | SAS.ST | NTEKb.ST | MSCb.ST | BBTOb.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | | | | |
| ARISE.ST | DEDIC.ST | JM.ST | VBGb.ST | VICPb.ST | NTEKb.ST | HTRO.ST | ELOSSb.ST | TETY.ST | VICPb.ST | HTRO.ST | SENS.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | TETY.ST | NGSG.ST | SEMC.ST | ELEC.ST | SAS.ST | NTEKb.ST | MSCb.ST | BBTOb.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | | | | |
| ENEA.ST | NCCb.ST | MEABb.ST | DORO.ST | ARISE.ST | GUNN.ST | ENEA.ST | RROS.ST | TETY.ST | VICPb.ST | HTRO.ST | SENS.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | TETY.ST | NGSG.ST | SEMC.ST | ELEC.ST | SAS.ST | NTEKb.ST | MSCb.ST | BBTOb.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | | | | |
| ENEA.ST | NCCb.ST | MEABb.ST | DORO.ST | ARISE.ST | GUNN.ST | ENEA.ST | RROS.ST | TETY.ST | VICPb.ST | HTRO.ST | SENS.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | TETY.ST | NGSG.ST | SEMC.ST | ELEC.ST | SAS.ST | NTEKb.ST | MSCb.ST | BBTOb.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | | | | |
| Låga EV/EBIT 6 mån 2015-09-30 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TETY.ST | VICPb.ST | ELANb.ST | KABEb.ST | TETY.ST | VICPb.ST | HTRO.ST | SENS.ST | TETY.ST | VICPb.ST | HTRO.ST | SENS.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | TETY.ST | NGSG.ST | SEMC.ST | ELEC.ST | SAS.ST | NTEKb.ST | MSCb.ST | BBTOb.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | VRGb.ST | EOLUb.ST | WISE.ST | ARISE.ST | | | | |
| RROS.ST | ARP.ST | MYCR.ST | GRANG.ST | MVIRb.ST | NGSG.ST | TAGR.ST | BELE.ST | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

| Höga EV/EBIT 6 mån 2005-03-31 | | | | Höga EV/EBIT 6 mån 2005-09-30 | | | | Höga EV/EBIT 6 mån 2006-03-31 | | | |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|
| SECTb.ST | RAYb.ST | HEBAAb.ST | NEWAb.ST | SECTb.ST | MULQ.ST | AFb.ST | WALLb.ST | STEr.ST | HUFVa.ST | REJLb.ST | FEEL.ST |
| POOLb.ST | BETSb.ST | WALLb.ST | STEr.ST | SMF.ST | RAYb.ST | MYCR.ST | FEEL.ST | SENS.ST | SAS.ST | MSABb.ST | SVIK.ST |
| IARb.ST | DORO.ST | FAG.ST | VITR.ST | BALDb.ST | VITR.ST | HEBAAb.ST | POOLb.ST | INTAb.ST | HEXAb.ST | VITR.ST | RNBS.ST |
| INTAb.ST | CONSB.ST | SOFb.ST | LAGRb.ST | LAGRb.ST | STEr.ST | RNBS.ST | BILLa.ST | TRAD.ST | EKTab.ST | BILLa.ST | HEBAAb.ST |
| AFb.ST | ORTIb.ST | FABG.ST | BEIb.ST | RATOb.ST | SCAb.ST | MSONb.ST | CONSB.ST | NOTE.ST | TRENT.ST | RAYb.ST | MSONb.ST |
| Höga EV/EBIT 6 mån 2006-09-30 | | | | Höga EV/EBIT 6 mån 2007-03-31 | | | | Höga EV/EBIT 6 mån 2007-09-30 | | | |
| STEr.ST | EKTab.ST | MSABb.ST | FABG.ST | CCORb.ST | OPUS.ST | BIOT.ST | RNBS.ST | CCORb.ST | OPUS.ST | STEr.ST | ODD.ST |
| MSONb.ST | HEBAAb.ST | SVIK.ST | VITR.ST | NETIb.ST | FEEL.ST | HEBAAb.ST | BOLJ.ST | BIOGb.ST | RAYb.ST | TRENT.ST | BILLa.ST |
| AAK.ST | RAYb.ST | WALLb.ST | HEXAb.ST | SOBIV.ST | NOLAb.ST | RATOb.ST | WALLb.ST | PROB.ST | SOBIV.ST | HEBAAb.ST | RNBS.ST |
| INTAb.ST | OPUS.ST | MULQ.ST | HUFVa.ST | BIOGb.ST | RAYb.ST | ATRLJb.ST | MSCb.ST | NETIb.ST | SEMC.ST | RATOb.ST | WALLb.ST |
| BILLa.ST | BOLJ.ST | RNBS.ST | RATOb.ST | NGSG.ST | DURCb.ST | BILLa.ST | AAK.ST | BIOT.ST | NOLAb.ST | EKTab.ST | SKISb.ST |
| Höga EV/EBIT 6 mån 2008-03-31 | | | | Höga EV/EBIT 6 mån 2008-09-30 | | | | Höga EV/EBIT 6 mån 2009-03-31 | | | |
| SOBIV.ST | CORE.ST | SVIK.ST | EKTab.ST | SOBIV.ST | ATELa.ST | SEAM.ST | BIOGb.ST | TRELb.ST | VOLVb.ST | OASM.ST | WALLb.ST |
| TRENT.ST | MEDCAP.ST | BIOGb.ST | BILLa.ST | MSCb.ST | PROB.ST | NETIb.ST | SECTb.ST | NGSG.ST | GSEN.ST | HEBAAb.ST | TRENT.ST |
| BIOT.ST | PROB.ST | OPUS.ST | WALLb.ST | BINV.ST | BIOT.ST | ENRO.ST | WALLb.ST | BILL.ST | BOL.ST | MSONb.ST | EKTab.ST |
| NETIb.ST | PRICb.ST | SKISb.ST | RATOb.ST | RAYb.ST | SVIK.ST | HEBAAb.ST | CCORb.ST | BINV.ST | OPUS.ST | PROB.ST | WISE.ST |
| RAYb.ST | HEBAAb.ST | CCORb.ST | FABG.ST | TRENT.ST | MEDCAP.ST | OPUS.ST | EKTab.ST | FEEL.ST | ENRO.ST | NETIb.ST | SENS.ST |
| Höga EV/EBIT 6 mån 2009-09-30 | | | | Höga EV/EBIT 6 mån 2010-03-31 | | | | Höga EV/EBIT 6 mån 2010-09-30 | | | |
| SEAM.ST | TRAD.ST | TRENT.ST | CCORb.ST | SOBIV.ST | PROFb.ST | SVIK.ST | PROB.ST | REZT.ST | ENRO.ST | SECTb.ST | CLOEb.ST |
| SAND.ST | NETIb.ST | BIOGb.ST | RAYb.ST | SAND.ST | NETIb.ST | CCORb.ST | RATOb.ST | ARISE.ST | GHP.ST | VSSABb.ST | SVIK.ST |
| SAABb.ST | SENS.ST | NEWAb.ST | WALLb.ST | GUNN.ST | TRAD.ST | RAYb.ST | WALLb.ST | SOBIV.ST | ARP.ST | HEBAAb.ST | VOLVb.ST |
| OASM.ST | HEBAAb.ST | MSCb.ST | PROB.ST | POOLb.ST | CEVLST | BIOGb.ST | NMAN.ST | SINT.ST | NETIb.ST | TRENT.ST | SSABa.ST |
| OPUS.ST | NOBI.ST | RATOb.ST | LIAB.ST | G5EN.ST | WISE.ST | HEBAAb.ST | CATE.ST | CATE.ST | BEGR.ST | WALLb.ST | FEEL.ST |
| Höga EV/EBIT 6 mån 2011-03-31 | | | | Höga EV/EBIT 6 mån 2011-09-30 | | | | Höga EV/EBIT 6 mån 2012-03-31 | | | |
| FINGb.ST | ARISE.ST | POOLb.ST | WALLb.ST | CATE.ST | SOBIV.ST | SKISb.ST | BIOGb.ST | REZT.ST | CLOEb.ST | QLRO.ST | WALLb.ST |
| CATE.ST | TRENT.ST | LIAB.ST | SSABa.ST | ENEa.ST | GHP.ST | ARP.ST | RATOb.ST | ENDO.ST | ENEa.ST | LAMMb.ST | MSCb.ST |
| ARP.ST | SVIK.ST | RAYb.ST | BOLJ.ST | FINGb.ST | LAMMb.ST | HEBAAb.ST | LIAB.ST | SOBIV.ST | MVIRb.ST | HEBAAb.ST | SINT.ST |
| ENRO.ST | SINT.ST | HEBAAb.ST | BIOGb.ST | ATELa.ST | CLOEb.ST | TAGR.ST | MVIRb.ST | CTTS.ST | RATOb.ST | MBPH.ST | DIOS.ST |
| SOBIV.ST | NOBI.ST | NETIb.ST | NOTE.ST | ARISE.ST | WALLb.ST | HTRO.ST | VITR.ST | CATE.ST | INTAb.ST | KAHL.ST | POOLb.ST |
| Höga EV/EBIT 6 mån 2012-09-30 | | | | Höga EV/EBIT 6 mån 2013-03-31 | | | | Höga EV/EBIT 6 mån 2013-09-30 | | | |
| ODD.ST | SVIK.ST | LAMMb.ST | CLOEb.ST | MBPH.ST | RATOb.ST | RAYb.ST | HEBAAb.ST | RAYb.ST | SINT.ST | CTTS.ST | HEBAAb.ST |
| POOLb.ST | RAYb.ST | REZT.ST | BOLJ.ST | FEEL.ST | BIOGb.ST | WALLb.ST | HTRO.ST | NETIb.ST | LAMMb.ST | MRG.ST | BEGR.ST |
| SINT.ST | QLRO.ST | HEBAAb.ST | PROB.ST | SINT.ST | ICAA.ST | OPUS.ST | BEGR.ST | ARCM.ST | VOLVb.ST | PRICb.ST | HOLMb.ST |
| ICAA.ST | SSABb.ST | WALLb.ST | ARCM.ST | TRAD.ST | CTTS.ST | ARCM.ST | REZT.ST | SWOLb.ST | WALLb.ST | PEABb.ST | SVEDb.ST |
| RATOb.ST | CTTS.ST | NETIb.ST | HTRO.ST | RROS.ST | SWOLb.ST | UFLXb.ST | SKISb.ST | BIOGb.ST | RATOb.ST | UFLXb.ST | MSCb.ST |
| Höga EV/EBIT 6 mån 2014-03-31 | | | | Höga EV/EBIT 6 mån 2014-09-30 | | | | Höga EV/EBIT 6 mån 2015-03-31 | | | |
| CCORb.ST | HTRO.ST | DURCb.ST | TRAD.ST | SPOR.ST | QLRO.ST | SECTb.ST | WALLb.ST | BEGR.ST | LUPE.ST | DCARb.ST | NETb.ST |
| MSABb.ST | POOLb.ST | SWOLb.ST | SECTb.ST | SSABb.ST | SINT.ST | POOLb.ST | HEBAAb.ST | ORTIb.ST | BEFsdB.ST | SINT.ST | RECIb.ST |
| PRICb.ST | MVIRb.ST | WALLb.ST | CVTEC.ST | ARCM.ST | RAYb.ST | CVTEC.ST | BEGR.ST | SOBIV.ST | VOLVb.ST | POOLb.ST | FEOb.ST |
| ARCM.ST | OP.ST | HEBAAb.ST | VOLVb.ST | PRICb.ST | OP.ST | REJLb.ST | SENS.ST | ARCM.ST | OP.ST | SECTb.ST | FABG.ST |
| SVIK.ST | SINT.ST | PEABb.ST | BEGR.ST | BACTIb.ST | IVSO.ST | SMF.ST | NETIb.ST | PRICb.ST | WALLb.ST | HEBAAb.ST | G5EN.ST |
| Höga EV/EBIT 6 mån 2015-09-30 | | | | | | | | | | | |
| SOBIV.ST | SECTb.ST | MEDCAP.ST | HEBAAb.ST | | | | | | | | |
| BRGb.ST | FINGb.ST | NDX.ST | SENS.ST | | | | | | | | |
| VOLO.ST | ARCM.ST | WALLb.ST | TELIA.ST | | | | | | | | |
| FEEL.ST | CVTEC.ST | ISY.ST | IVSO.ST | | | | | | | | |
| BEGR.ST | NETb.ST | RAYb.ST | SINT.ST | | | | | | | | |

| Låga EV/EBITDA 6 mån 2005-03-31 | | | | Låga EV/EBITDA 6 mån 2005-09-30 | | | | Låga EV/EBITDA 6 mån 2006-03-31 | | | |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|---------------------------------|-----------|-----------|------------|---------------------------------|-----------|------------|-----------|
| SAS.ST | AQ.ST | VBGb.ST | ADDTb.ST | SAS.ST | BORG.ST | NOLAb.ST | INTAb.ST | BRGb.ST | SSABb.ST | PROFb.ST | NOLAb.ST |
| SSABb.ST | ELUXb.ST | SKFb.ST | ATCOa.ST | SSABb.ST | BOL.ST | PROFb.ST | OEMb.ST | HLDX.ST | ADDTb.ST | ELUXb.ST | BOL.ST |
| BORG.ST | NOLAb.ST | ELOSSb.ST | XANOb.ST | HLDX.ST | ELUXb.ST | ELOSSb.ST | AQ.ST | SAS.ST | BORG.ST | VOLVb.ST | JM.ST |
| VITb.ST | BOL.ST | BOLJ.ST | ANODb.ST | ANODb.ST | SAABb.ST | ADDTb.ST | KLED.ST | KLED.ST | VITb.ST | IARb.ST | SKFb.ST |
| HLDX.ST | KLED.ST | OEMb.ST | SAABb.ST | VOLVb.ST | VITb.ST | SKFb.ST | LUPE.ST | XANOb.ST | LUPE.ST | ANODb.ST | AQ.ST |
| Låga EV/EBITDA 6 mån 2006-09-30 | | | | Låga EV/EBITDA 6 mån 2007-03-31 | | | | Låga EV/EBITDA 6 mån 2007-09-30 | | | |
| BRGb.ST | ELUXb.ST | VITb.ST | UFLXb.ST | KLED.ST | ELEC.ST | IARb.ST | PROFb.ST | KLED.ST | HLDX.ST | ANODb.ST | SAABb.ST |
| KLED.ST | BOL.ST | SKFb.ST | VBGb.ST | BRGb.ST | OEMb.ST | VSSABb.ST | RROS.ST | SAS.ST | NCCb.ST | BOL.ST | POOLb.ST |
| ELEC.ST | XANOb.ST | NCCb.ST | DURCb.ST | SAS.ST | VITb.ST | SSABb.ST | BILL.ST | VITb.ST | IARb.ST | JM.ST | OEMb.ST |
| HLDX.ST | SSABb.ST | JM.ST | VSSABb.ST | HLDX.ST | XANOb.ST | NCCb.ST | NOTE.ST | BRGb.ST | ELEC.ST | ELUXb.ST | ENEa.ST |
| SAS.ST | NOLAb.ST | IARb.ST | PROFb.ST | BOL.ST | INTAb.ST | HIQ.ST | ADDTb.ST | INTAb.ST | XANOb.ST | PROFb.ST | AQ.ST |
| Låga EV/EBITDA 6 mån 2008-03-31 | | | | Låga EV/EBITDA 6 mån 2008-09-30 | | | | Låga EV/EBITDA 6 mån 2009-03-31 | | | |
| SAS.ST | HLDX.ST | NOLAb.ST | UFLXb.ST | SAS.ST | VITb.ST | IARb.ST | SOFB.ST | BIOT.ST | ENEa.ST | IARb.ST | REZT.ST |
| BRGb.ST | ELEC.ST | IARb.ST | ANODb.ST | ENEa.ST | NOLAb.ST | DGCO.ST | REZT.ST | GUNN.ST | HIQ.ST | UFLXb.ST | PREVb.ST |
| KLED.ST | ENEa.ST | POOLb.ST | AVEGb.ST | JM.ST | ORTb.ST | KLED.ST | UFLXb.ST | ELEC.ST | AQ.ST | BILla.ST | XANOb.ST |
| VITb.ST | XANOb.ST | NCCb.ST | INTAb.ST | ELEC.ST | NCCb.ST | INTAb.ST | ANODb.ST | VITb.ST | POOLb.ST | DGCO.ST | SOFB.ST |
| BOL.ST | DURCb.ST | JM.ST | ELUXb.ST | BORG.ST | DURCb.ST | SSABb.ST | POOLb.ST | NOLAb.ST | TEL2b.ST | ATELa.ST | LUPE.ST |
| Låga EV/EBITDA 6 mån 2009-09-30 | | | | Låga EV/EBITDA 6 mån 2010-03-31 | | | | Låga EV/EBITDA 6 mån 2010-09-30 | | | |
| KLED.ST | ADDTb.ST | ELEC.ST | ERICb.ST | KLED.ST | STRAX.ST | SAS.ST | ELUXb.ST | XANOb.ST | HLDX.ST | NCCb.ST | ELUXb.ST |
| LAGRb.ST | TEL2b.ST | NCCb.ST | SOFB.ST | VITb.ST | BILla.ST | NOLAb.ST | ERICb.ST | TETY.ST | BILL.ST | NOKIA.ST | ELOSSb.ST |
| VITb.ST | ATELa.ST | MULQ.ST | ANODb.ST | ENEa.ST | BRGb.ST | STEr.ST | ADDTb.ST | ENEa.ST | SAABb.ST | ELEC.ST | LOOMb.ST |
| MYCR.ST | BIOT.ST | BBTOb.ST | BILla.ST | NCCb.ST | INTAb.ST | AFb.ST | XANOb.ST | RROS.ST | SAS.ST | NGSG.ST | TEL2b.ST |
| DGCO.ST | NOLAb.ST | LOOMb.ST | BORG.ST | ELOSSb.ST | TEL2b.ST | SAABb.ST | EOLUb.ST | VITb.ST | BILla.ST | NOLAb.ST | ATELa.ST |
| Låga EV/EBITDA 6 mån 2011-03-31 | | | | Låga EV/EBITDA 6 mån 2011-09-30 | | | | Låga EV/EBITDA 6 mån 2012-03-31 | | | |
| BIOT.ST | INTAb.ST | NGSG.ST | TEL2b.ST | BIOT.ST | BILL.ST | VRGb.ST | ELEC.ST | TETY.ST | VRGb.ST | MULQ.ST | ENRO.ST |
| XANOb.ST | TETY.ST | SAABb.ST | BILla.ST | VSSABb.ST | SAABb.ST | BOL.ST | ODD.ST | VSSABb.ST | ENEa.ST | SEMC.ST | BILla.ST |
| HLDX.ST | RROS.ST | BILL.ST | ELUXb.ST | XANOb.ST | ENEa.ST | NOKIA.ST | CONIC.ST | XANOb.ST | ARISE.ST | EOLUb.ST | BOL.ST |
| VITb.ST | NOKIA.ST | NOLAb.ST | ELOSSb.ST | INTAb.ST | BILla.ST | MYCR.ST | HLDX.ST | VITb.ST | DURCb.ST | BILL.ST | ELOSSb.ST |
| VSSABb.ST | EOLUb.ST | ENEa.ST | BOL.ST | VITb.ST | NOLAb.ST | KABEb.ST | MEABb.ST | SAABb.ST | NOTE.ST | NTEKb.ST | MEABb.ST |
| Låga EV/EBITDA 6 mån 2012-09-30 | | | | Låga EV/EBITDA 6 mån 2013-03-31 | | | | Låga EV/EBITDA 6 mån 2013-09-30 | | | |
| SAS.ST | VSSABb.ST | BILla.ST | HLDX.ST | ATELa.ST | ARISE.ST | FPIP.ST | MEDCAP.ST | TETY.ST | MEDCAP.ST | ENRO.ST | GHP.ST |
| TETY.ST | ARISE.ST | ELOSSb.ST | DORO.ST | CCORb.ST | SAABb.ST | RROS.ST | SMF.ST | CCORb.ST | SVIK.ST | SMF.ST | VITb.ST |
| XANOb.ST | SAABb.ST | ENRO.ST | EOLUb.ST | TETY.ST | ENRO.ST | NOLAb.ST | KINDSdb.ST | VSSABb.ST | VRGb.ST | KINDSdb.ST | SAABb.ST |
| VRGb.ST | NOKIA.ST | NOTE.ST | VITb.ST | NOKIA.ST | XANOb.ST | BOL.ST | DORO.ST | FFIP.ST | NOLAb.ST | NOKIA.ST | BOL.ST |
| ATELa.ST | ENEa.ST | SEMC.ST | STEr.ST | VRGb.ST | ELOSSb.ST | KAHL.ST | VSSABb.ST | ARISE.ST | ELOSSb.ST | KAHL.ST | LAGRb.ST |
| Låga EV/EBITDA 6 mån 2014-03-31 | | | | Låga EV/EBITDA 6 mån 2014-09-30 | | | | Låga EV/EBITDA 6 mån 2015-03-31 | | | |
| SAS.ST | EOLUb.ST | GHP.ST | DORO.ST | TETY.ST | ARP.ST | MICsdb.ST | ENRO.ST | TETY.ST | CCORb.ST | MULQ.ST | RNBS.ST |
| TETY.ST | FFIP.ST | STEr.ST | ELUXb.ST | VSSABb.ST | NGSG.ST | RROS.ST | STEr.ST | MVIRb.ST | TRAD.ST | NGSG.ST | BELE.ST |
| CCORb.ST | ENEa.ST | VITb.ST | CONsb.ST | ARISE.ST | FFIP.ST | BELE.ST | GHP.ST | VSSABb.ST | RROS.ST | TAGR.ST | SMF.ST |
| VSSABb.ST | XANOb.ST | ATELa.ST | NCCb.ST | MVIRb.ST | DORO.ST | VICPb.ST | BILla.ST | ARP.ST | VICPb.ST | GHP.ST | XANOb.ST |
| ARISE.ST | MSCb.ST | ELOSSb.ST | NTEKb.ST | CCORb.ST | ELOSSb.ST | XANOb.ST | ATELa.ST | ARISE.ST | ENRO.ST | FFIP.ST | PACT.ST |
| Låga EV/EBITDA 6 mån 2015-09-30 | | | | | | | | | | | |
| TETY.ST | MVIRb.ST | ENRO.ST | XANOb.ST | | | | | | | | |
| CCORb.ST | EOLUb.ST | GUNN.ST | ELANb.ST | | | | | | | | |
| ARISE.ST | ARP.ST | RNBS.ST | FFIP.ST | | | | | | | | |
| RROS.ST | SMF.ST | BOL.ST | BELE.ST | | | | | | | | |
| VSSABb.ST | VICPb.ST | MICsdb.ST | HTRO.ST | | | | | | | | |

| Höga EV/EBITDA 6 mån 2005-03-31 | | | | Höga EV/EBITDA 6 mån 2005-09-30 | | | | Höga EV/EBITDA 6 mån 2006-03-31 | | | |
|---------------------------------|----------|-----------|-----------|---------------------------------|----------|-----------|-----------|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|
| SECTb.ST | POOLb.ST | MTGb.ST | GUNN.ST | BALDb.ST | BRGb.ST | LAGRb.ST | KINDsb.ST | BETsb.ST | FPIP.ST | RAYb.ST | CONSB.ST |
| SMF.ST | WALLb.ST | NEWAb.ST | AFb.ST | SECTb.ST | MYCR.ST | CONSB.ST | MTGb.ST | SENS.ST | EKTab.ST | HEBAb.ST | FABG.ST |
| RAYb.ST | FABG.ST | EKTab.ST | HUFVa.ST | RAYb.ST | HEBAb.ST | EKTab.ST | NEWAb.ST | RROS.ST | MSABb.ST | WALLb.ST | RATOb.ST |
| CONSB.ST | IARb.ST | FPAR.ST | SOFb.ST | MULQ.ST | WALLb.ST | VITR.ST | POOLb.ST | HUFVa.ST | BILL.ST | SMF.ST | NEWAb.ST |
| HEBAb.ST | FAG.ST | KINDsb.ST | BETsb.ST | RATOb.ST | BILL.ST | FPAR.ST | HUFVa.ST | TRAD.ST | REJLb.ST | HEXAb.ST | CLASb.ST |
| Höga EV/EBITDA 6 mån 2006-09-30 | | | | Höga EV/EBITDA 6 mån 2007-03-31 | | | | Höga EV/EBITDA 6 mån 2007-09-30 | | | |
| CCORb.ST | EKTab.ST | WALLb.ST | MULQ.ST | MSONb.ST | CCORb.ST | ATRLJb.ST | MSABb.ST | BINV.ST | OPUS.ST | NETIb.ST | FABG.ST |
| STWK.ST | HEBAb.ST | FABG.ST | NEWAb.ST | BINV.ST | PROB.ST | WALLb.ST | FPAR.ST | NGSG.ST | HEBAb.ST | SEMC.ST | DIOS.ST |
| SEAM.ST | MSONb.ST | OPUS.ST | CAST.ST | NGSG.ST | RAYb.ST | SOBIV.ST | RNBS.ST | MSONb.ST | CCORb.ST | PROB.ST | HUFVa.ST |
| FEEL.ST | RAYb.ST | HUFVa.ST | CLASb.ST | BIOGb.ST | OPUS.ST | FABG.ST | SEMC.ST | BIOGb.ST | ODD.ST | WALLb.ST | TRENT.ST |
| BIOT.ST | MSABb.ST | TRAD.ST | DIOS.ST | NETIb.ST | HEBAb.ST | TRAD.ST | CAST.ST | RAYb.ST | EKTab.ST | TRAD.ST | RATOb.ST |
| Höga EV/EBITDA 6 mån 2008-03-31 | | | | Höga EV/EBITDA 6 mån 2008-09-30 | | | | Höga EV/EBITDA 6 mån 2009-03-31 | | | |
| MULQ.ST | SMF.ST | BIOT.ST | FABG.ST | MVIRb.ST | RAYb.ST | TRENT.ST | HUFVa.ST | GHP.ST | MEDCAP.ST | SENS.ST | BIOGb.ST |
| ISY.ST | TRENT.ST | WALLb.ST | CEVI.ST | MSONb.ST | WALLb.ST | FABG.ST | ATRLJb.ST | NOTE.ST | HEBAb.ST | ATRLJb.ST | PROFb.ST |
| CORE.ST | HEBAb.ST | PROB.ST | MEDCAP.ST | BINV.ST | BIOGb.ST | SECTb.ST | CEVI.ST | NGSG.ST | AAK.ST | PROB.ST | MSONb.ST |
| PRICb.ST | OPUS.ST | NETIb.ST | HUFVa.ST | HEBAb.ST | CORE.ST | EKTab.ST | CAST.ST | GSEN.ST | OASM.ST | FABG.ST | CATE.ST |
| RAYb.ST | BIOGb.ST | EKTab.ST | ATRLJb.ST | PROB.ST | MSCb.ST | CATE.ST | BALDb.ST | BINV.ST | WALLb.ST | EKTab.ST | CORE.ST |
| Höga EV/EBITDA 6 mån 2009-09-30 | | | | Höga EV/EBITDA 6 mån 2010-03-31 | | | | Höga EV/EBITDA 6 mån 2010-09-30 | | | |
| SEAM.ST | REZT.ST | BIOGb.ST | SSABb.ST | ELANb.ST | GSEN.ST | SSABb.ST | NETIb.ST | POOLb.ST | SOBIV.ST | NETIb.ST | FABG.ST |
| OASM.ST | SENS.ST | ELANb.ST | GSEN.ST | ARISE.ST | VOLVb.ST | VBGb.ST | WALLb.ST | PREVb.ST | HEBAb.ST | BEGR.ST | HUFVa.ST |
| GHP.ST | TRAD.ST | NETIb.ST | CLOEb.ST | REZT.ST | SOBIV.ST | HEBAb.ST | CATE.ST | SINT.ST | WALLb.ST | CEVI.ST | SEAM.ST |
| SVIK.ST | HEBAb.ST | WALLb.ST | PRICb.ST | NTEKb.ST | CEVI.ST | RAYb.ST | GUNN.ST | CATE.ST | RAYb.ST | GHP.ST | ATRLJb.ST |
| DORO.ST | VBGb.ST | SAND.ST | BALDb.ST | GHP.ST | MSCb.ST | BIOGb.ST | TRENT.ST | ARISE.ST | BIOGb.ST | FPAR.ST | CAST.ST |
| Höga EV/EBITDA 6 mån 2011-03-31 | | | | Höga EV/EBITDA 6 mån 2011-09-30 | | | | Höga EV/EBITDA 6 mån 2012-03-31 | | | |
| CATE.ST | SINT.ST | BIOGb.ST | FABG.ST | CATE.ST | BRGb.ST | FABG.ST | HTRO.ST | SKAb.ST | QLRO.ST | DIOS.ST | HUFVa.ST |
| DURCb.ST | HEBAb.ST | POOLb.ST | ELANb.ST | STWK.ST | ENDO.ST | MVIRb.ST | QLRO.ST | CATE.ST | HEBAb.ST | SINT.ST | BALDb.ST |
| FINGb.ST | WALLb.ST | PRICb.ST | HUFVa.ST | SKAb.ST | WALLb.ST | SINT.ST | ATRLJb.ST | MYCR.ST | MVIRb.ST | TRENT.ST | ATRLJb.ST |
| ICAA.ST | RAYb.ST | FPAR.ST | REZT.ST | ICAA.ST | HEBAb.ST | FPAR.ST | CORE.ST | CTTS.ST | WALLb.ST | FPAR.ST | GHP.ST |
| TAGR.ST | ARISE.ST | LIAB.ST | BALDb.ST | FINGb.ST | BIOGb.ST | HUFVa.ST | CAST.ST | CLOEb.ST | MBPH.ST | FABG.ST | RAYb.ST |
| Höga EV/EBITDA 6 mån 2012-09-30 | | | | Höga EV/EBITDA 6 mån 2013-03-31 | | | | Höga EV/EBITDA 6 mån 2013-09-30 | | | |
| BRGb.ST | HEBAb.ST | CTTS.ST | HUFVa.ST | MBPH.ST | WALLb.ST | CTTS.ST | TAGR.ST | SOBIV.ST | SWOLb.ST | FEEL.ST | ENDO.ST |
| SINT.ST | WALLb.ST | FABG.ST | ATRLJb.ST | SINT.ST | HEBAb.ST | ARCM.ST | HUFVa.ST | ARCM.ST | WALLb.ST | SSABb.ST | FPAR.ST |
| ICAA.ST | SOBIV.ST | FPAR.ST | KAHL.ST | BIOGb.ST | UFLXb.ST | FABG.ST | FPAR.ST | BIOGb.ST | PRICb.ST | FABG.ST | HUFVa.ST |
| RROS.ST | POOLb.ST | MYCR.ST | BALDb.ST | ICAA.ST | BOLJ.ST | CEVI.ST | HTRO.ST | PREVb.ST | HEBAb.ST | MRG.ST | BALDb.ST |
| QLRO.ST | ODD.ST | CLOEb.ST | WIHL.ST | PREVb.ST | SWOLb.ST | TRAD.ST | HMSN.ST | SINT.ST | UFLXb.ST | CTTS.ST | EKTab.ST |
| Höga EV/EBITDA 6 mån 2014-03-31 | | | | Höga EV/EBITDA 6 mån 2014-09-30 | | | | Höga EV/EBITDA 6 mån 2015-03-31 | | | |
| MBPH.ST | OP.ST | POOLb.ST | FABG.ST | SOBIV.ST | SINT.ST | IVSO.ST | SENS.ST | ATRLJb.ST | WALLb.ST | FEEL.ST | CEVI.ST |
| ARCM.ST | SINT.ST | WALLb.ST | BALDb.ST | SPOR.ST | OP.ST | CTTS.ST | FABG.ST | ARCM.ST | DCARb.ST | FABG.ST | BALDb.ST |
| CTTS.ST | PROFb.ST | HEBAb.ST | SSABa.ST | ARCM.ST | FEEL.ST | WALLb.ST | PROFb.ST | BACTIb.ST | SINT.ST | GSEN.ST | LUPE.ST |
| PRICb.ST | HTRO.ST | KLED.ST | SECTb.ST | QLRO.ST | ORTIb.ST | HEBAb.ST | BACTIb.ST | SOBIV.ST | HEBAb.ST | HEMF.ST | POOLb.ST |
| MSABb.ST | MVIRb.ST | RROS.ST | SWOLb.ST | BOLJ.ST | PRICb.ST | SECTb.ST | BALDb.ST | OP.ST | SECTb.ST | HUFVa.ST | FPAR.ST |
| Höga EV/EBITDA 6 mån 2015-09-30 | | | | | | | | | | | |
| LUPE.ST | MULQ.ST | ARCM.ST | FABG.ST | | | | | | | | |
| VOLO.ST | BOLJ.ST | HEBAb.ST | SINT.ST | | | | | | | | |
| TOBII.ST | FINGb.ST | SENS.ST | BALDb.ST | | | | | | | | |
| SOBIV.ST | SECTb.ST | NETIb.ST | IVSO.ST | | | | | | | | |
| RAYb.ST | WALLb.ST | DCARb.ST | CVTEC.ST | | | | | | | | |

| Låga EV/EBIT 12 mån 2005-03-31 | | | | Låga EV/EBIT 12 mån 2006-03-31 | | | | Låga EV/EBIT 12 mån 2007-03-31 | | | |
|--------------------------------|-----------|----------|-----------|--------------------------------|-----------|-----------|----------|--------------------------------|----------|-----------|----------|
| BORG.ST | HLDX.ST | VBGb.ST | NOLAb.ST | KLED.ST | ADDTb.ST | XANOb.ST | VITb.ST | KLED.ST | OEMb.ST | SOFb.ST | KNOW.ST |
| SSABb.ST | ELUXb.ST | ADDTb.ST | NCCb.ST | BRGb.ST | JM.ST | OEMb.ST | BOL.ST | BRGb.ST | HLDX.ST | XANOb.ST | NTEKb.ST |
| AQ.ST | OEMb.ST | SAABb.ST | BOL.ST | SSABb.ST | IARb.ST | AQ.ST | ANODb.ST | BOL.ST | HIQ.ST | NCCb.ST | VITb.ST |
| KLED.ST | TEL2b.ST | BEIAb.ST | AXFO.ST | BORG.ST | UFLXb.ST | HIQ.ST | SKFb.ST | SAS.ST | IARb.ST | ADDTb.ST | VBGb.ST |
| VITb.ST | SKFb.ST | HIQ.ST | JM.ST | HLDX.ST | LUPE.ST | AFb.ST | NTEKb.ST | ELEC.ST | SSABb.ST | BEGR.ST | NOTE.ST |
| Låga EV/EBIT 12 mån 2008-03-31 | | | | Låga EV/EBIT 12 mån 2009-03-31 | | | | Låga EV/EBIT 12 mån 2010-03-31 | | | |
| BRGb.ST | BOL.ST | AVEGb.ST | HIQ.ST | GUNN.ST | HIQ.ST | ACANb.ST | IARb.ST | KLED.ST | AFb.ST | ELUXb.ST | ELEC.ST |
| SAS.ST | JM.ST | IARb.ST | XANOb.ST | ELEC.ST | UFLXb.ST | BORG.ST | KNOW.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | SOFb.ST | SKAb.ST |
| KLED.ST | ENEA.ST | NCCb.ST | ANODb.ST | VITb.ST | POOLb.ST | AVEGb.ST | MEABb.ST | NCCb.ST | EOLUb.ST | AQ.ST | LAGRb.ST |
| VITb.ST | UFLXb.ST | DURCb.ST | BEIb.ST | BIOT.ST | NOLAb.ST | ENEA.ST | JM.ST | STRAX.ST | TEL2b.ST | ERICb.ST | BILiA.ST |
| ELEC.ST | POOLb.ST | AQ.ST | BETSb.ST | AQ.ST | SOFb.ST | PREVb.ST | SWECb.ST | ENEA.ST | DUNI.ST | AAK.ST | INTAb.ST |
| Låga EV/EBIT 12 mån 2011-03-31 | | | | Låga EV/EBIT 12 mån 2012-03-31 | | | | Låga EV/EBIT 12 mån 2013-03-31 | | | |
| VITb.ST | NGSG.ST | BILL.ST | KLED.ST | TETY.ST | SEMC.ST | JM.ST | BIOGb.ST | ATELa.ST | NGSG.ST | EOLUb.ST | VITR.ST |
| TETY.ST | EOLUb.ST | ELEC.ST | NCCb.ST | XANOb.ST | NOTE.ST | BULTEN.ST | ARISE.ST | TETY.ST | SAABb.ST | SEMC.ST | ENEA.ST |
| XANOb.ST | RROS.ST | KABEb.ST | VSSABb.ST | VITb.ST | EOLUb.ST | DURCb.ST | DORO.ST | VRGb.ST | ENRO.ST | NOLAb.ST | JM.ST |
| INTAb.ST | ENEA.ST | BOL.ST | WISE.ST | VRGb.ST | NTEKb.ST | KABEb.ST | ANODb.ST | NOKIA.ST | XANOb.ST | DORO.ST | NCCb.ST |
| HLDX.ST | SAABb.ST | BORG.ST | AQ.ST | SAABb.ST | MEABb.ST | NGSG.ST | BOL.ST | CCORb.ST | LAGRb.ST | ADDTb.ST | FPIP.ST |
| Låga EV/EBIT 12 mån 2014-03-31 | | | | Låga EV/EBIT 12 mån 2015-03-31 | | | | | | | |
| TETY.ST | NGSG.ST | SOFb.ST | SEMC.ST | TETY.ST | VICPb.ST | HTRO.ST | SENS.ST | | | | |
| EOLUb.ST | FPIP.ST | LAGRb.ST | ELEC.ST | MVIRb.ST | NGSG.ST | TAGR.ST | BELE.ST | | | | |
| SAS.ST | NTEKb.ST | MSCb.ST | BBTOb.ST | VSSABb.ST | RROS.ST | ENRO.ST | NOTE.ST | | | | |
| ARISE.ST | DEDIC.ST | JM.ST | VBGb.ST | ELANb.ST | MULQ.ST | AVEGb.ST | NOBL.ST | | | | |
| ENEA.ST | NCCb.ST | MEABb.ST | DORO.ST | ARP.ST | ARISE.ST | DEDIC.ST | GHP.ST | | | | |
| Höga EV/EBIT 12 mån 2005-03-31 | | | | Höga EV/EBIT 12 mån 2006-03-31 | | | | Höga EV/EBIT 12 mån 2007-03-31 | | | |
| SECTb.ST | RAYb.ST | HEBAb.ST | NEWAb.ST | STEr.ST | HUFVa.ST | REJLb.ST | FEEL.ST | CCORb.ST | OPUS.ST | BIOT.ST | RNBS.ST |
| POOLb.ST | BETSb.ST | WALLb.ST | STEr.ST | SENS.ST | SAS.ST | MSABb.ST | SVIK.ST | NETIb.ST | FEEL.ST | HEBAb.ST | BOLJ.ST |
| IARb.ST | DORO.ST | FAG.ST | VITR.ST | INTAb.ST | HEXAb.ST | VITR.ST | RNBS.ST | SOBIV.ST | NOLAb.ST | RATOb.ST | WALLb.ST |
| INTAb.ST | CONSB.ST | SOFb.ST | LAGRb.ST | TRAD.ST | EKTAb.ST | BILiA.ST | HEBAb.ST | BIOGb.ST | RAYb.ST | ATRLJb.ST | MSCb.ST |
| AFb.ST | ORTIb.ST | FABG.ST | BEIb.ST | NOTE.ST | TRENT.ST | RAYb.ST | MSONb.ST | NGSG.ST | DURCb.ST | BILiA.ST | AAK.ST |
| Höga EV/EBIT 12 mån 2008-03-31 | | | | Höga EV/EBIT 12 mån 2009-03-31 | | | | Höga EV/EBIT 12 mån 2010-03-31 | | | |
| SOBIV.ST | CORE.ST | SVIK.ST | EKTAb.ST | TRELb.ST | VOLVb.ST | OASM.ST | WALLb.ST | SOBIV.ST | PROFb.ST | SVIK.ST | PROB.ST |
| TRENT.ST | MEDCAP.ST | BIOGb.ST | BILiA.ST | NGSG.ST | G5EN.ST | HEBAb.ST | TRENT.ST | SAND.ST | NETIb.ST | CCORb.ST | RATOb.ST |
| BIOT.ST | PROB.ST | OPUS.ST | WALLb.ST | BILL.ST | BOL.ST | MSONb.ST | EKTAb.ST | GUNN.ST | TRAD.ST | RAYb.ST | WALLb.ST |
| NETIb.ST | PRICb.ST | SKISb.ST | RATOb.ST | BINV.ST | OPUS.ST | PROB.ST | WISE.ST | POOLb.ST | CEVI.ST | BIOGb.ST | NMAN.ST |
| RAYb.ST | HEBAb.ST | CCORb.ST | FABG.ST | FEEL.ST | ENRO.ST | NETIb.ST | SENS.ST | G5EN.ST | WISE.ST | HEBAb.ST | CATE.ST |
| Höga EV/EBIT 12 mån 2011-03-31 | | | | Höga EV/EBIT 12 mån 2012-03-31 | | | | Höga EV/EBIT 12 mån 2013-03-31 | | | |
| FINGb.ST | ARISE.ST | POOLb.ST | WALLb.ST | REZT.ST | CLOEb.ST | QLRO.ST | WALLb.ST | MBPH.ST | RATOb.ST | RAYb.ST | HEBAb.ST |
| CATE.ST | TRENT.ST | LIAB.ST | SSABa.ST | ENDO.ST | ENEA.ST | LAMMb.ST | MSCb.ST | FEEL.ST | BIOGb.ST | WALLb.ST | HTRO.ST |
| ARP.ST | SVIK.ST | RAYb.ST | BOLJ.ST | SOBIV.ST | MVIRb.ST | HEBAb.ST | SINT.ST | SINT.ST | ICAA.ST | OPUS.ST | BEGR.ST |
| ENRO.ST | SINT.ST | HEBAb.ST | BIOGb.ST | CTTS.ST | RATOb.ST | MBPH.ST | DIOS.ST | TRAD.ST | CTTS.ST | ARCM.ST | REZT.ST |
| SOBIV.ST | NOBL.ST | NETIb.ST | NOTE.ST | CATE.ST | INTAb.ST | KAHL.ST | POOLb.ST | RROS.ST | SWOLb.ST | UFLXb.ST | SKISb.ST |
| Höga EV/EBIT 12 mån 2014-03-31 | | | | Höga EV/EBIT 12 mån 2015-03-31 | | | | | | | |
| CCORb.ST | HTRO.ST | DURCb.ST | TRAD.ST | BEGR.ST | LUPE.ST | DCARb.ST | NETb.ST | | | | |
| MSABb.ST | POOLb.ST | SWOLb.ST | SECTb.ST | ORTIb.ST | BEFsdB.ST | SINT.ST | RECIb.ST | | | | |
| PRICb.ST | MVIRb.ST | WALLb.ST | CVTEC.ST | SOBIV.ST | VOLVb.ST | POOLb.ST | FEOb.ST | | | | |
| ARCM.ST | OP.ST | HEBAb.ST | VOLVb.ST | ARCM.ST | OP.ST | SECTb.ST | FABG.ST | | | | |
| SVIK.ST | SINT.ST | PEABb.ST | BEGR.ST | PRICb.ST | WALLb.ST | HEBAb.ST | G5EN.ST | | | | |

| Låga EV/EBITDA 12 mån 2005-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|-----------|----------|
| SAS.ST | AQ.ST | VBGb.ST | ADDTb.ST |
| SSABb.ST | ELUXb.ST | SKFb.ST | ATCOa.ST |
| BORG.ST | NOLAb.ST | ELOSSb.ST | XANOb.ST |
| VITb.ST | BOL.ST | BOLJ.ST | ANODb.ST |
| HLDX.ST | KLED.ST | OEMb.ST | SAABb.ST |

| Låga EV/EBITDA 12 mån 2006-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|----------|----------|
| BRGb.ST | SSABb.ST | PROFb.ST | NOLAb.ST |
| HLDX.ST | ADDTb.ST | ELUXb.ST | BOL.ST |
| SAS.ST | BORG.ST | VOLVb.ST | JM.ST |
| KLED.ST | VITb.ST | IARb.ST | SKFb.ST |
| XANOb.ST | LUPE.ST | ANODb.ST | AQ.ST |

| Låga EV/EBITDA 12 mån 2007-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|-----------|----------|
| KLED.ST | ELEC.ST | IARb.ST | PROFb.ST |
| BRGb.ST | OEMb.ST | VSSABb.ST | RROS.ST |
| SAS.ST | VITb.ST | SSABb.ST | BILL.ST |
| HLDX.ST | XANOb.ST | NCCb.ST | NOTE.ST |
| BOL.ST | INTAb.ST | HIQ.ST | ADDTb.ST |

| Låga EV/EBITDA 12 mån 2008-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|----------|----------|
| SAS.ST | HLDX.ST | NOLAb.ST | UFLXb.ST |
| BRGb.ST | ELEC.ST | IARb.ST | ANODb.ST |
| KLED.ST | ENEA.ST | POOLb.ST | AVEGb.ST |
| VITb.ST | XANOb.ST | NCCb.ST | INTAb.ST |
| BOL.ST | DURCb.ST | JM.ST | ELUXb.ST |

| Låga EV/EBITDA 12 mån 2009-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|----------|----------|
| BIOT.ST | ENEA.ST | IARb.ST | REZT.ST |
| GUNN.ST | HIQ.ST | UFLXb.ST | PREVb.ST |
| ELEC.ST | AQ.ST | BILa.ST | XANOb.ST |
| VITb.ST | POOLb.ST | DGCO.ST | SOFb.ST |
| NOLAb.ST | TEL2b.ST | ATELa.ST | LUPE.ST |

| Låga EV/EBITDA 12 mån 2010-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|----------|----------|
| KLED.ST | STRAX.ST | SAS.ST | ELUXb.ST |
| VITb.ST | BILa.ST | NOLAb.ST | ERICb.ST |
| ENEA.ST | BRGb.ST | STEr.ST | ADDTb.ST |
| NCCb.ST | INTAb.ST | AFb.ST | XANOb.ST |
| ELOSSb.ST | TEL2b.ST | SAABb.ST | EOLUb.ST |

| Låga EV/EBITDA 12 mån 2011-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|----------|-----------|
| BIOT.ST | INTAb.ST | NGSG.ST | TEL2b.ST |
| XANOb.ST | TETY.ST | SAABb.ST | BILa.ST |
| HLDX.ST | RROS.ST | BILL.ST | ELUXb.ST |
| VITb.ST | NOKIA.ST | NOLAb.ST | ELOSSb.ST |
| VSSABb.ST | EOLUb.ST | ENEA.ST | BOL.ST |

| Låga EV/EBITDA 12 mån 2012-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|----------|-----------|
| TETY.ST | VRGb.ST | MULQ.ST | ENRO.ST |
| VSSABb.ST | ENEA.ST | SEMC.ST | BILa.ST |
| XANOb.ST | ARISE.ST | EOLUb.ST | BOL.ST |
| VITb.ST | DURCb.ST | BILL.ST | ELOSSb.ST |
| SAABb.ST | NOTE.ST | NTEKb.ST | MEABb.ST |

| Låga EV/EBITDA 12 mån 2013-03-31 | | | |
|----------------------------------|-----------|----------|------------|
| ATELa.ST | ARISE.ST | FPIP.ST | MEDCAP.ST |
| CCORb.ST | SAABb.ST | RROS.ST | SMF.ST |
| TETY.ST | ENRO.ST | NOLAb.ST | KINDsdb.ST |
| NOKIA.ST | XANOb.ST | BOL.ST | DORO.ST |
| VRGb.ST | ELOSSb.ST | KAHL.ST | VSSABb.ST |

| Låga EV/EBITDA 12 mån 2014-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|-----------|----------|
| SAS.ST | EOLUb.ST | GHP.ST | DORO.ST |
| TETY.ST | FPiP.ST | STEr.ST | ELUXb.ST |
| CCORb.ST | ENEA.ST | VITb.ST | CONSB.ST |
| VSSABb.ST | XANOb.ST | ATELa.ST | NCCb.ST |
| ARISE.ST | MSCb.ST | ELOSSb.ST | NTEKb.ST |

| Låga EV/EBITDA 12 mån 2015-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|---------|----------|
| TETY.ST | CCORb.ST | MULQ.ST | RNBS.ST |
| MVIRb.ST | TRAD.ST | NGSG.ST | BELE.ST |
| VSSABb.ST | RROS.ST | TAGR.ST | SMF.ST |
| ARP.ST | VICPb.ST | GHP.ST | XANOb.ST |
| ARISE.ST | ENRO.ST | FPiP.ST | PACT.ST |

| Höga EV/EBITDA 12 mån 2005-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|------------|----------|
| SECTb.ST | POOLb.ST | MTGb.ST | GUNN.ST |
| SMF.ST | WALLb.ST | NEWAb.ST | AFb.ST |
| RAYb.ST | FABG.ST | EKTab.ST | HUFVa.ST |
| CONSB.ST | IARb.ST | FPAR.ST | SOFb.ST |
| HEBAb.ST | FAG.ST | KINDsdb.ST | BETsb.ST |

| Höga EV/EBITDA 12 mån 2006-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|----------|----------|
| BETsb.ST | FPiP.ST | RAYb.ST | CONSB.ST |
| SENS.ST | EKTab.ST | HEBAb.ST | FABG.ST |
| RROS.ST | MSABb.ST | WALLb.ST | RATOb.ST |
| HUFVa.ST | BILL.ST | SMF.ST | NEWAb.ST |
| TRAD.ST | REJLb.ST | HEXAb.ST | CLASb.ST |

| Höga EV/EBITDA 12 mån 2007-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|-----------|----------|
| MSONb.ST | CCORb.ST | ATRLJb.ST | MSABb.ST |
| BINV.ST | PROB.ST | WALLb.ST | FPAR.ST |
| NGSG.ST | RAYb.ST | SOBIV.ST | RNBS.ST |
| BIOGb.ST | OPUS.ST | FABG.ST | SEMC.ST |
| NETIb.ST | HEBAb.ST | TRAD.ST | CAST.ST |

| Höga EV/EBITDA 12 mån 2008-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|----------|-----------|
| MULQ.ST | SMF.ST | BIOT.ST | FABG.ST |
| ISY.ST | TRENT.ST | WALLb.ST | CEVLST |
| CORE.ST | HEBAb.ST | PROB.ST | MEDCAP.ST |
| PRICb.ST | OPUS.ST | NETIb.ST | HUFVa.ST |
| RAYb.ST | BIOGb.ST | EKTab.ST | ATRLJb.ST |

| Höga EV/EBITDA 12 mån 2009-03-31 | | | |
|----------------------------------|-----------|-----------|----------|
| GHP.ST | MEDCAP.ST | SENS.ST | BIOGb.ST |
| NOTE.ST | HEBAb.ST | ATRLJb.ST | PROFb.ST |
| NGSG.ST | AAK.ST | PROB.ST | MSONb.ST |
| G5EN.ST | OASM.ST | FABG.ST | CATE.ST |
| BINV.ST | WALLb.ST | EKTab.ST | CORE.ST |

| Höga EV/EBITDA 12 mån 2010-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|----------|----------|
| ELANb.ST | G5EN.ST | SSABb.ST | NETIb.ST |
| ARISE.ST | VOLVb.ST | VBGb.ST | WALLb.ST |
| REZT.ST | SOBIV.ST | HEBAb.ST | CATE.ST |
| NTEKb.ST | CEVLST | RAYb.ST | GUNN.ST |
| GHP.ST | MSCb.ST | BIOGb.ST | TRENT.ST |

| Höga EV/EBITDA 12 mån 2011-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|----------|----------|
| CATE.ST | SINT.ST | BIOGb.ST | FABG.ST |
| DURCb.ST | HEBAb.ST | POOLb.ST | ELANb.ST |
| FINGb.ST | WALLb.ST | PRICb.ST | HUFVa.ST |
| ICAA.ST | RAYb.ST | FPAR.ST | REZT.ST |
| TAGR.ST | ARISE.ST | LIAB.ST | BALDb.ST |

| Höga EV/EBITDA 12 mån 2012-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|----------|-----------|
| SKAb.ST | QLRO.ST | DIOS.ST | HUFVa.ST |
| CATE.ST | HEBAb.ST | SINT.ST | BALDb.ST |
| MYCR.ST | MVIRb.ST | TRENT.ST | ATRLJb.ST |
| CTTS.ST | WALLb.ST | FPAR.ST | GHP.ST |
| CLOEb.ST | MBPH.ST | FABG.ST | RAYb.ST |

| Höga EV/EBITDA 12 mån 2013-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|---------|----------|
| MBPH.ST | WALLb.ST | CTTS.ST | TAGR.ST |
| SINT.ST | HEBAb.ST | ARCM.ST | HUFVa.ST |
| BIOGb.ST | UFLXb.ST | FABG.ST | FPAR.ST |
| ICAA.ST | BOLJ.ST | CEVLST | HTRO.ST |
| PREVb.ST | SWOLb.ST | TRAD.ST | HMSN.ST |

| Höga EV/EBITDA 12 mån 2014-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|----------|----------|
| MBPH.ST | OP.ST | POOLb.ST | FABG.ST |
| ARCM.ST | SINT.ST | WALLb.ST | BALDb.ST |
| CTTS.ST | PROFb.ST | HEBAb.ST | SSABa.ST |
| PRICb.ST | HTRO.ST | KLED.ST | SECTb.ST |
| MSABb.ST | MVIRb.ST | RROS.ST | SWOLb.ST |

| Höga EV/EBITDA 12 mån 2015-03-31 | | | |
|----------------------------------|----------|----------|----------|
| ATRLJb.ST | WALLb.ST | FEEL.ST | CEVLST |
| ARCM.ST | DCARb.ST | FABG.ST | BALDb.ST |
| BACTIb.ST | SINT.ST | G5EN.ST | LUPE.ST |
| SOBIV.ST | HEBAb.ST | HEMF.ST | POOLb.ST |
| OP.ST | SECTb.ST | HUFVa.ST | FPAR.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2005-03-31 | | | |
|---|----------|----------|----------|
| AQ.ST | NCCb.ST | HLDX.ST | ELUXb.ST |
| HIQ.ST | KNOW.ST | SSABb.ST | VBGb.ST |
| JM.ST | KABEb.ST | SVEDb.ST | NOBI.ST |
| ADDTb.ST | SEMC.ST | VITb.ST | ITABb.ST |
| KLED.ST | OEMb.ST | BOLJ.ST | HEXAb.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2005-09-30 | | | |
|---|----------|-----------|----------|
| BORG.ST | VITb.ST | SKFb.ST | KABEb.ST |
| SSABb.ST | HIQ.ST | SAGAA.ST | KNOW.ST |
| KLED.ST | JM.ST | VSSABb.ST | NOLAb.ST |
| BEIAb.ST | ADDTb.ST | NCCb.ST | ANODb.ST |
| LUPE.ST | VBGb.ST | AQ.ST | BTSb.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2006-03-31 | | | |
|---|----------|----------|----------|
| BORG.ST | VITb.ST | NCCb.ST | XANOb.ST |
| SSABb.ST | KLED.ST | SAABb.ST | ANODb.ST |
| BOL.ST | UFLXb.ST | SAGAA.ST | NOBI.ST |
| IARb.ST | VBGb.ST | SOFb.ST | PROFb.ST |
| JM.ST | AfB.ST | ABB.ST | HLDX.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2006-09-30 | | | |
|---|----------|----------|----------|
| XANOb.ST | SSABb.ST | BBTOb.ST | ELANb.ST |
| BOL.ST | JM.ST | BEIAb.ST | FPIP.ST |
| UFLXb.ST | WIHL.ST | IARb.ST | NOBI.ST |
| BORG.ST | VOLVb.ST | SWMA.ST | TRENT.ST |
| BRGb.ST | AXFO.ST | ADDTb.ST | LAMMb.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2007-03-31 | | | |
|---|----------|----------|----------|
| BRGb.ST | BEIb.ST | SAS.ST | SKFb.ST |
| KLED.ST | NCCb.ST | KAHL.ST | BETSb.ST |
| SSABb.ST | ADDTb.ST | UFLXb.ST | ELUXb.ST |
| JM.ST | SOFb.ST | REJLb.ST | SWECb.ST |
| INTAb.ST | LAMMb.ST | OEMb.ST | VBGb.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2007-09-30 | | | |
|---|----------|-----------|----------|
| BRGb.ST | NOTE.ST | ITABb.ST | SKFb.ST |
| BETSb.ST | VBGb.ST | BOL.ST | GUNN.ST |
| SOFb.ST | KNOW.ST | NOKIA.ST | REJLb.ST |
| HIQ.ST | XANOb.ST | KABEb.ST | SWECb.ST |
| BEIb.ST | CONsb.ST | ELOSSb.ST | ADDTb.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2008-03-31 | | | |
|---|----------|----------|-----------|
| KLED.ST | NOLAb.ST | BETSb.ST | VSSABb.ST |
| VITb.ST | SEJLb.ST | JM.ST | UFLXb.ST |
| NCCb.ST | REIAb.ST | VBGb.ST | NMAN.ST |
| ANODb.ST | FPIP.ST | NETb.ST | PROFb.ST |
| INTAb.ST | SAABb.ST | PACT.ST | KAHL.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2008-09-30 | | | |
|---|----------|----------|----------|
| POOLb.ST | OEMb.ST | WISE.ST | DURCb.ST |
| PREVb.ST | REJLb.ST | NOLAb.ST | VITb.ST |
| UFLXb.ST | BETSb.ST | ACANb.ST | AVEGb.ST |
| ANODb.ST | AQ.ST | LAGRb.ST | SWECb.ST |
| INTAb.ST | PACT.ST | HIQ.ST | BEIb.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2009-03-31 | | | |
|---|----------|----------|----------|
| BORG.ST | BETSb.ST | POOLb.ST | IARb.ST |
| VITb.ST | TEL2a.ST | ELEC.ST | PACT.ST |
| SOFb.ST | ACANb.ST | ENEa.ST | BEIAb.ST |
| ODD.ST | OEMb.ST | MULQ.ST | AQ.ST |
| PREVb.ST | ANODb.ST | FPIP.ST | HIQ.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2009-09-30 | | | |
|---|----------|----------|-----------|
| BBTOb.ST | SYSR.ST | KLED.ST | KABEb.ST |
| NCCb.ST | DUNL.ST | KAHL.ST | AQ.ST |
| HPOLb.ST | CLASb.ST | FPIP.ST | BTSb.ST |
| GUNN.ST | MYCR.ST | KNOW.ST | ENRO.ST |
| AVEGb.ST | ELEC.ST | SAGAA.ST | MICsdb.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2010-03-31 | | | |
|---|----------|----------|----------|
| VITb.ST | DUNL.ST | AfB.ST | NOLAb.ST |
| ELEC.ST | KNOW.ST | BOL.ST | DGCO.ST |
| BILLa.ST | MSONa.ST | EKTAb.ST | BILL.ST |
| AAK.ST | SAGAA.ST | TEL2b.ST | SOFb.ST |
| HPOLb.ST | AVEGb.ST | BORG.ST | BBTOb.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2010-09-30 | | | |
|---|-----------|----------|----------|
| UFLXb.ST | VITb.ST | ADDTb.ST | HPOLb.ST |
| XANOb.ST | TEL2b.ST | SKFb.ST | NOLAb.ST |
| TETY.ST | ENEa.ST | AfB.ST | BEIAb.ST |
| BILLa.ST | ELOSSb.ST | AQ.ST | BTSb.ST |
| SAGAA.ST | TEL2a.ST | NCCb.ST | KLOVa.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2011-03-31 | | | |
|---|----------|----------|----------|
| NGSG.ST | UFLXb.ST | MYCR.ST | TETY.ST |
| WISE.ST | AVEGb.ST | NCCb.ST | NTEKb.ST |
| EOLUb.ST | KABEb.ST | LAGRb.ST | LUPE.ST |
| BILL.ST | BETSb.ST | ENEa.ST | ELUXa.ST |
| SAABb.ST | BOL.ST | BILLa.ST | OEMb.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2011-09-30 | | | |
|---|------------|-----------|----------|
| VITb.ST | WISE.ST | AVEGb.ST | ANODb.ST |
| NGSG.ST | KINDsdb.ST | INTAb.ST | ERICb.ST |
| XANOb.ST | BETSb.ST | MEABb.ST | GETIb.ST |
| PREVb.ST | LUPE.ST | OEMb.ST | HLDX.ST |
| SAABb.ST | AQ.ST | MICsdb.ST | IARb.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2012-03-31 | | | |
|---|----------|----------|------------|
| NGSG.ST | MEABb.ST | DURCb.ST | HLDX.ST |
| SEMC.ST | BOL.ST | ANODb.ST | HPOLb.ST |
| VRGb.ST | JM.ST | BILLa.ST | OEMb.ST |
| CONIC.ST | WISE.ST | REJLb.ST | BETSb.ST |
| HIQ.ST | VITb.ST | XANOb.ST | KINDsdb.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2012-09-30 | | | |
|---|----------|----------|----------|
| NGSG.ST | DEDIC.ST | BIOGb.ST | JM.ST |
| FEEL.ST | ENEa.ST | HPOLb.ST | AfB.ST |
| SEMC.ST | SAABb.ST | LUPE.ST | BIOT.ST |
| VITR.ST | AQ.ST | AAK.ST | ADDTb.ST |
| LAGRb.ST | BOL.ST | NOLAb.ST | TETY.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2013-03-31 | | | |
|---|----------|----------|----------|
| LAGRb.ST | TETY.ST | NCCb.ST | DORO.ST |
| XANOb.ST | NGSG.ST | JM.ST | FPIP.ST |
| VRGb.ST | SEMC.ST | NOKIA.ST | REJLb.ST |
| NOLAb.ST | ERICb.ST | ENEa.ST | ADDTb.ST |
| BBTOb.ST | ENRO.ST | ELEC.ST | ANODb.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2013-09-30 | | | |
|---|----------|-----------|-----------|
| ENRO.ST | LAGRb.ST | ADDTb.ST | DORO.ST |
| NOKIA.ST | VBGb.ST | HLDX.ST | EOLUb.ST |
| KAHL.ST | VITR.ST | XANOb.ST | MEDCAP.ST |
| NGSG.ST | SEMC.ST | AQ.ST | ENEa.ST |
| HTRO.ST | ATELa.ST | ELOSSb.ST | JM.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2014-03-31 | | | |
|---|----------|-----------|----------|
| MEABb.ST | BBTOb.ST | ENRO.ST | DUNL.ST |
| NOLAb.ST | ITABb.ST | NCCb.ST | ELANb.ST |
| HLDX.ST | AQ.ST | XANOb.ST | BILLa.ST |
| CONsb.ST | CEVL.ST | BULTEN.ST | IARb.ST |
| ELEC.ST | VBGb.ST | NTEKb.ST | OEMb.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2014-09-30 | | | |
|---|-----------|-----------|------------|
| RROS.ST | MVIRb.ST | NTEKb.ST | NCCb.ST |
| HTRO.ST | VSSABb.ST | JM.ST | KINDsdb.ST |
| DEDIC.ST | FPIP.ST | HLDX.ST | ELUXb.ST |
| TETY.ST | ARP.ST | MQH.ST | BUFAB.ST |
| ENEa.ST | CONsb.ST | ELOSSb.ST | NOBI.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2015-03-31 | | | |
|---|----------|----------|-----------|
| RROS.ST | BILLa.ST | MYCR.ST | BTSb.ST |
| DEDIC.ST | MEABb.ST | ELANb.ST | INWL.ST |
| VICPb.ST | ENEa.ST | AQ.ST | BIOT.ST |
| WISE.ST | HLDX.ST | BOUL.ST | BULTEN.ST |
| NOTE.ST | NGSG.ST | MULQ.ST | BOL.ST |

| Låga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2015-09-30 | | | |
|---|----------|----------|----------|
| VICPb.ST | CONsb.ST | LAGRb.ST | ELANb.ST |
| CCORb.ST | NOBI.ST | BILLa.ST | WISE.ST |
| XANOb.ST | PACT.ST | NOLAb.ST | BMAX.ST |
| BESQ.ST | DEDIC.ST | NMAN.ST | MVIRb.ST |
| NGSG.ST | AVEGb.ST | GHP.ST | BIOT.ST |

| Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2005-03-31 | | | | Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2005-09-30 | | | | Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2006-03-31 | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|---|----------|-----------|-----------|---|----------|----------|-----------|
| POOLb.ST | MTGb.ST | FABG.ST | SOFb.ST | RAYb.ST | VITR.ST | LAGRb.ST | ERICb.ST | BILJa.ST | FEEL.ST | CAST.ST | ATCOa.ST |
| SECTb.ST | BETsb.ST | FPAR.ST | ITABb.ST | AFb.ST | MULQ.ST | INTAb.ST | SAS.ST | EKTab.ST | HUFVa.ST | ALFA.ST | FABG.ST |
| WALLb.ST | RNBS.ST | NIBEb.ST | CCORb.ST | RNBS.ST | HEXAb.ST | BALDb.ST | SKISb.ST | ATRLJb.ST | CONsb.ST | HEBAb.ST | ENRO.ST |
| KINDsb.ST | SAGaa.ST | ENEA.ST | MSONb.ST | EKTab.ST | MTGb.ST | MYCR.ST | CAST.ST | HEXAb.ST | INTAb.ST | ASSAb.ST | FAG.ST |
| RAYb.ST | FAG.ST | EKTab.ST | BEJb.ST | FEEL.ST | FPAR.ST | BOLJ.ST | ATCOa.ST | ACANb.ST | CLASb.ST | BOLJ.ST | ELOSSb.ST |
| Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2006-09-30 | | | | Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2007-03-31 | | | | Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2007-09-30 | | | |
| MSABb.ST | AAK.ST | MTGb.ST | FPiP.ST | NETIb.ST | RNBS.ST | RAYb.ST | MSABb.ST | PROB.ST | TEL2b.ST | VITR.ST | ELOSSb.ST |
| HEBAb.ST | RNBS.ST | TRENT.ST | WALLb.ST | BIOGb.ST | MICsb.ST | BILJa.ST | FPAR.ST | SEMC.ST | TRENT.ST | ABB.ST | CLASb.ST |
| NIBEb.ST | VITR.ST | SECTb.ST | GETIb.ST | ATRLJb.ST | TEL2b.ST | FPiP.ST | TRENT.ST | RAYb.ST | HEXAb.ST | SSABa.ST | BORG.ST |
| EKTab.ST | BTSb.ST | CLASb.ST | ALFA.ST | RATOb.ST | BORG.ST | WALLb.ST | MEKO.ST | G5EN.ST | STEr.ST | SWOLb.ST | MTGb.ST |
| RATOb.ST | BOLJ.ST | SKISb.ST | HMb.ST | OPUS.ST | FEEL.ST | PEABb.ST | AFb.ST | SKISb.ST | BIOT.ST | MSABb.ST | NOKIA.ST |
| Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2008-03-31 | | | | Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2008-09-30 | | | | Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2009-03-31 | | | |
| PRICb.ST | WIHL.ST | MTGb.ST | SECTb.ST | PROB.ST | VITR.ST | MSCb.ST | SEAM.ST | BOL.ST | BIOGb.ST | CORE.ST | CEVI.ST |
| OPUS.ST | ODD.ST | ATRLJb.ST | HEBAb.ST | BIOGb.ST | HOLMb.ST | NETIb.ST | SECUB.ST | FEEL.ST | BINV.ST | MSONb.ST | MEKO.ST |
| RATOb.ST | EKTab.ST | MICsb.ST | LUPE.ST | SVIK.ST | CORE.ST | NGSG.ST | SOBIV.ST | ATRLJb.ST | NETIb.ST | SEAM.ST | NETIb.ST |
| PROB.ST | NETIb.ST | AAK.ST | WALLb.ST | EKTab.ST | CEVI.ST | HMSN.ST | SWMA.ST | HEBAb.ST | HMb.ST | RAYb.ST | KINDsb.ST |
| BIOGb.ST | GETIb.ST | DORO.ST | TRENT.ST | ATELa.ST | BINV.ST | GETIb.ST | BALDb.ST | SKISb.ST | WISE.ST | TRENT.ST | MSABb.ST |
| Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2009-09-30 | | | | Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2010-03-31 | | | | Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2010-09-30 | | | |
| SEAM.ST | NOBI.ST | HEXAb.ST | RAYb.ST | CEVI.ST | POOLb.ST | SVEDb.ST | TRELb.ST | CATE.ST | SOBIV.ST | CAST.ST | HUFVa.ST |
| NEWAb.ST | LIAB.ST | OPUS.ST | CCORb.ST | WISE.ST | BALDb.ST | SVIK.ST | CATE.ST | FEEL.ST | HEXAb.ST | SINT.ST | MTGb.ST |
| TRAD.ST | SAABb.ST | MSCb.ST | JM.ST | RAYb.ST | ATELa.ST | SOBIV.ST | MEDCAP.ST | VOLVb.ST | FABG.ST | HLDX.ST | GHP.ST |
| TRENT.ST | SAND.ST | WALLb.ST | BOLJ.ST | GUNN.ST | VITR.ST | FPAR.ST | NMAN.ST | WALLb.ST | NOBI.ST | BALDb.ST | TRELb.ST |
| BIOGb.ST | NETIb.ST | ELUXb.ST | ENRO.ST | RATOb.ST | CLOEb.ST | DORO.ST | NEWAb.ST | LIAB.ST | G5EN.ST | HEBAb.ST | PRICb.ST |
| Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2011-03-31 | | | | Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2011-09-30 | | | | Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2012-03-31 | | | |
| PRICb.ST | FAG.ST | CATE.ST | TRAD.ST | ATELa.ST | GHP.ST | TAGR.ST | WIHL.ST | QLRO.ST | G5EN.ST | FPAR.ST | CTTS.ST |
| NOTE.ST | NOBI.ST | IARb.ST | BELE.ST | HTRO.ST | PACT.ST | SKISb.ST | HUFVa.ST | ENEA.ST | SINT.ST | CLOEb.ST | SVIK.ST |
| SEMC.ST | ATELa.ST | BEJb.ST | NEWAb.ST | BIOGb.ST | EKTab.ST | FINGb.ST | HMb.ST | RAYb.ST | CEVI.ST | HEXAb.ST | BALDb.ST |
| BIOGb.ST | G5EN.ST | DIOS.ST | SWOLb.ST | PROB.ST | VITR.ST | ITABb.ST | NETIb.ST | MBPH.ST | HUSQb.ST | PRICb.ST | EKTab.ST |
| BALDb.ST | PACT.ST | HEXAb.ST | VITR.ST | WALLb.ST | SWMA.ST | CAST.ST | HEBAb.ST | SOBIV.ST | ASSAb.ST | MSCb.ST | ELUXb.ST |
| Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2012-09-30 | | | | Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2013-03-31 | | | | Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2013-09-30 | | | |
| CTTS.ST | BALDb.ST | NETIb.ST | HEXAb.ST | ARCM.ST | REZT.ST | G5EN.ST | SAGaa.ST | ARCM.ST | NETIb.ST | TRAD.ST | TRELb.ST |
| HUFVa.ST | ENDO.ST | SKISb.ST | DIOS.ST | RAYb.ST | BILL.ST | MEDCAP.ST | SCAb.ST | SINT.ST | ICAA.ST | MTGb.ST | DGCO.ST |
| WALLb.ST | FPAR.ST | ICAA.ST | CAST.ST | OPUS.ST | NEWAb.ST | VITb.ST | RROS.ST | SWOLb.ST | NOBI.ST | REZT.ST | LAMMb.ST |
| MBPH.ST | REZT.ST | EKTab.ST | ELUXb.ST | ICAA.ST | NETIb.ST | BALDb.ST | WALLb.ST | SECTb.ST | SVEDb.ST | HMb.ST | STEr.ST |
| FABG.ST | ATRLJb.ST | NETIb.ST | WIHL.ST | CVTEC.ST | AFb.ST | RATOb.ST | FPAR.ST | OPUS.ST | BIOGb.ST | BALDb.ST | MICsb.ST |
| Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2014-03-31 | | | | Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2014-09-30 | | | | Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2015-03-31 | | | |
| HTRO.ST | LAMMb.ST | KLED.ST | PEABb.ST | IVSO.ST | NETIb.ST | FAG.ST | WALLb.ST | HEMF.ST | OP.ST | VOLVb.ST | WALLb.ST |
| SVIK.ST | SAABb.ST | STEr.ST | VITR.ST | RAYb.ST | VITR.ST | CEVI.ST | LOOMB.ST | NETIb.ST | RNBS.ST | SAGAb.ST | FPAR.ST |
| SINT.ST | ARCM.ST | WALLb.ST | MEDCAP.ST | SSABb.ST | SMF.ST | FABG.ST | IARb.ST | CEVI.ST | RAYb.ST | FABG.ST | HMSN.ST |
| BALDb.ST | SECTb.ST | SAGAb.ST | BILL.ST | NETIb.ST | BALDb.ST | BOL.ST | SINT.ST | BALDb.ST | DCARb.ST | MSABb.ST | FEIb.ST |
| OPUS.ST | NETIb.ST | MYCR.ST | FPAR.ST | SECTb.ST | MBPH.ST | HMSN.ST | VITb.ST | RECIb.ST | MBPH.ST | HEXAb.ST | SECTb.ST |
| Höga EV/EBIT + prisindex 6 mån 2015-09-30 | | | | | | | | | | | |
| FINGb.ST | SOBIV.ST | PRICb.ST | COMH.ST | | | | | | | | |
| NETIb.ST | ISY.ST | SINT.ST | NIBEb.ST | | | | | | | | |
| RAYb.ST | BIOGb.ST | BETsb.ST | BEGR.ST | | | | | | | | |
| SENS.ST | KINDsb.ST | BALDb.ST | WALLb.ST | | | | | | | | |
| IVSO.ST | ELOSSb.ST | DURCb.ST | HEBAb.ST | | | | | | | | |

| Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2005-03-31 | | | | Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2005-09-30 | | | | Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2006-03-31 | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|---|------------|-----------|------------|---|----------|----------|------------|
| AQ.ST | SAS.ST | RNBS.ST | KNOW.ST | BORG.ST | VSSABb.ST | ATCOa.ST | JM.ST | BORG.ST | JM.ST | DURCb.ST | ABB.ST |
| ADDTb.ST | CCORb.ST | SEMC.ST | VITb.ST | VITb.ST | KLED.ST | INTAb.ST | ABB.ST | BOL.ST | KLED.ST | PROFb.ST | XANOb.ST |
| HIQ.ST | ELANb.ST | XANOb.ST | HEXAAb.ST | LUPE.ST | VBGb.ST | HIQ.ST | ANODb.ST | SSABb.ST | VBGb.ST | UFLXb.ST | NOBI.ST |
| KLED.ST | JM.ST | SSABb.ST | NCCb.ST | SSABb.ST | SKFb.ST | NOLAb.ST | BOL.ST | VITb.ST | AfB.ST | SAS.ST | ANODb.ST |
| BOLJ.ST | HLDX.ST | ANODb.ST | OEMb.ST | BEIAb.ST | ADDTb.ST | SAS.ST | BOLJ.ST | IARb.ST | SAABb.ST | NCCb.ST | TRENT.ST |
| Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2006-09-30 | | | | Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2007-03-31 | | | | Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2007-09-30 | | | |
| XANOb.ST | VOLVb.ST | AXFO.ST | SKISb.ST | BRGb.ST | BEIb.ST | TEL2b.ST | KAHL.ST | BRGb.ST | BEIb.ST | TEL2b.ST | GUNN.ST |
| BOL.ST | JM.ST | PROFb.ST | IARb.ST | INTAb.ST | NCCb.ST | JM.ST | OEMb.ST | SOFb.ST | NOTE.ST | BOL.ST | SAS.ST |
| BRGb.ST | BORG.ST | ELANb.ST | NOBI.ST | KLED.ST | ADDTb.ST | TEL2a.ST | REJLb.ST | BETsb.ST | VBGb.ST | SKFb.ST | ITAbb.ST |
| UFLXb.ST | VSSABb.ST | WIHL.ST | ADDTb.ST | SSABb.ST | SAS.ST | LAMMb.ST | PREVb.ST | ELOSSb.ST | PROFb.ST | STEr.ST | NOKIA.ST |
| SSABb.ST | TRENT.ST | BEIAb.ST | ALFA.ST | ELUXb.ST | SOFb.ST | SKFb.ST | VOLVb.ST | HIQ.ST | XANOb.ST | KNOW.ST | REJLb.ST |
| Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2008-03-31 | | | | Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2008-09-30 | | | | Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2009-03-31 | | | |
| VITb.ST | NOLAb.ST | FPIP.ST | PACT.ST | PREVb.ST | UFLXb.ST | OEMb.ST | XANOb.ST | VITb.ST | ANODb.ST | TEL2b.ST | ELEC.ST |
| KLED.ST | SAABb.ST | BETsb.ST | VBGb.ST | POOLb.ST | NOLAb.ST | AQ.ST | BETsb.ST | BORG.ST | POOLb.ST | MULQ.ST | PACT.ST |
| ANODb.ST | REJLb.ST | PROFb.ST | NETb.ST | INTAb.ST | SAS.ST | PACT.ST | FAG.ST | DGCO.ST | ODD.ST | BETsb.ST | FPiP.ST |
| INTAb.ST | ELOSSb.ST | VSSABb.ST | UFLXb.ST | WISE.ST | REJLb.ST | ERICb.ST | HIQ.ST | SOFb.ST | ACANb.ST | IARb.ST | ERICb.ST |
| NCCb.ST | SOFb.ST | JM.ST | KAHL.ST | ANODb.ST | DURCb.ST | VITb.ST | LAGRb.ST | PREVb.ST | ENEa.ST | OEMb.ST | INTAb.ST |
| Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2009-09-30 | | | | Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2010-03-31 | | | | Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2010-09-30 | | | |
| BILLa.ST | STEr.ST | NOLAb.ST | ENRO.ST | VITb.ST | ATELa.ST | LOOMb.ST | AfB.ST | HLDX.ST | UFLXb.ST | NOLAb.ST | SKFb.ST |
| GUNN.ST | ELUXb.ST | AVEGb.ST | MICsdb.ST | BILLa.ST | AAK.ST | BOL.ST | MSONa.ST | XANOb.ST | VITb.ST | NCCb.ST | LAGRb.ST |
| HPOLb.ST | SYSR.ST | MYCR.ST | SAABb.ST | DGCO.ST | NOLAb.ST | KNOW.ST | HLDX.ST | BILLa.ST | TEL2b.ST | ADDTb.ST | HPOLb.ST |
| NCCb.ST | DUNI.ST | KAHL.ST | KLED.ST | BILL.ST | HPOLb.ST | SAABb.ST | DORO.ST | TETY.ST | ENEa.ST | LUPE.ST | SAGaa.ST |
| BBTOb.ST | BOLJ.ST | ENEa.ST | ELEC.ST | ELEC.ST | DUNI.ST | TEL2b.ST | CLOEb.ST | ELOSSb.ST | STEr.ST | AfB.ST | ELUXb.ST |
| Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2011-03-31 | | | | Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2011-09-30 | | | | Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2012-03-31 | | | |
| NGSG.ST | BILLa.ST | UFLXb.ST | LAGRb.ST | VITb.ST | OPUS.ST | MICsdb.ST | ERICb.ST | ENEa.ST | HLDX.ST | DURCb.ST | JM.ST |
| BILL.ST | VRGb.ST | KABEb.ST | ELOSSb.ST | NGSG.ST | KINDsdb.ST | TEL2b.ST | ANODb.ST | SEMC.ST | BOL.ST | VITb.ST | ANODb.ST |
| EOLUb.ST | BOL.ST | AVEGb.ST | TETY.ST | XANOb.ST | WISE.ST | BETsb.ST | AVEGb.ST | VRGb.ST | CONIC.ST | NOLAb.ST | SVIK.ST |
| SAABb.ST | NCCb.ST | ENEa.ST | ATELa.ST | PREVb.ST | INTAb.ST | LUPE.ST | GETIb.ST | BILLa.ST | NGSG.ST | HIQ.ST | BILL.ST |
| WISE.ST | BETsb.ST | LUPE.ST | LOOMb.ST | SAABb.ST | HLDX.ST | MEABb.ST | AQ.ST | BIOT.ST | MEABb.ST | XANOb.ST | WISE.ST |
| Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2012-09-30 | | | | Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2013-03-31 | | | | Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2013-09-30 | | | |
| FEEL.ST | BIOT.ST | MEDCAP.ST | LOOMb.ST | XANOb.ST | MEDCAP.ST | ERICb.ST | VITb.ST | ENRO.ST | XANOb.ST | VBGb.ST | DORO.ST |
| SEMC.ST | SAABb.ST | NOLAb.ST | DEDIC.ST | NOLAb.ST | ENRO.ST | NOKIA.ST | DGCO.ST | NOKIA.ST | HTRo.ST | NGSG.ST | ADDTb.ST |
| NGSG.ST | BOL.ST | SECTb.ST | TETY.ST | VRGb.ST | NGSG.ST | BILLa.ST | ENEa.ST | MEDCAP.ST | ATELa.ST | STEr.ST | HLDX.ST |
| ENEa.ST | VITR.ST | AAK.ST | VITb.ST | TETY.ST | SEMC.ST | FPiP.ST | NOBI.ST | ELOSSb.ST | LAGRb.ST | BILLa.ST | VITR.ST |
| LAGRb.ST | ELUXb.ST | BILL.ST | LUPE.ST | LAGRb.ST | BBTOb.ST | DORO.ST | KINDsdb.ST | KAHL.ST | GHP.ST | DGCO.ST | KINDsdb.ST |
| Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2014-03-31 | | | | Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2014-09-30 | | | | Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2015-03-31 | | | |
| NOLAb.ST | MEABb.ST | ITAbb.ST | BILL.ST | ARP.ST | DEDIC.ST | CONSB.ST | NTEKb.ST | RNBS.ST | NOTE.ST | ELANb.ST | COMH.ST |
| CONSB.ST | STEr.ST | BBTOb.ST | ELEC.ST | VSSABb.ST | HTRo.ST | ENEa.ST | MQH.ST | RROS.ST | BOL.ST | VITb.ST | DORO.ST |
| ELANb.ST | HLDX.ST | NCCb.ST | MQH.ST | RROS.ST | ELUXb.ST | BOL.ST | MRG.ST | VICPb.ST | STEr.ST | PROFb.ST | ENEa.ST |
| XANOb.ST | ELOSSb.ST | SAABb.ST | VBGb.ST | FPiP.ST | VITb.ST | ELOSSb.ST | TEL2b.ST | DEDIC.ST | WISE.ST | HLDX.ST | BIOT.ST |
| BILLa.ST | ENRO.ST | NETIb.ST | ATELa.ST | TETY.ST | MVIRb.ST | HLDX.ST | NOBI.ST | BILLa.ST | FPiP.ST | MULQ.ST | TEL2a.ST |
| Låga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2015-09-30 | | | | | | | | | | | |
| VICPb.ST | BILLa.ST | FPiP.ST | AVEGb.ST | | | | | | | | |
| CCORb.ST | GHP.ST | NOLAb.ST | DEDIC.ST | | | | | | | | |
| XANOb.ST | CONSB.ST | REZT.ST | VITb.ST | | | | | | | | |
| PACT.ST | NGSG.ST | BIOT.ST | ARISE.ST | | | | | | | | |
| VSSABb.ST | NOBI.ST | ELOSSb.ST | ANODb.ST | | | | | | | | |

| Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2005-03-31 | | | | Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2005-09-30 | | | | Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2006-03-31 | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|---|----------|----------|----------|---|----------|-----------|-----------|
| WALLb.ST | MTGb.ST | EKTab.ST | MYCR.ST | RAYb.ST | MULQ.ST | HEXAb.ST | KNOW.ST | SENS.ST | RATOb.ST | SVEDb.ST | BILL.ST |
| POOLb.ST | RAYb.ST | ENEA.ST | SVEDb.ST | EKTab.ST | AFb.ST | KABEb.ST | BALDb.ST | MSABb.ST | CONsb.ST | SAGAA.ST | LAGRb.ST |
| KINDsb.ST | FPAR.ST | BETsb.ST | ITABb.ST | MTGb.ST | ERICb.ST | MYCR.ST | CAST.ST | HEXAb.ST | REJLb.ST | NEWAb.ST | MYCR.ST |
| SECTb.ST | FAG.ST | NIBEb.ST | MSONb.ST | FPAR.ST | VITR.ST | LAGRb.ST | SAND.ST | FPIP.ST | SVIK.ST | RNBS.ST | HUFVa.ST |
| SAGAA.ST | FABG.ST | ATRLJb.ST | NEWAb.ST | RNBS.ST | SAGAA.ST | FEEL.ST | CONsb.ST | ACANb.ST | FAG.ST | TRENT.ST | ALFA.ST |
| Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2006-09-30 | | | | Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2007-03-31 | | | | Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2007-09-30 | | | |
| MSABb.ST | MTGb.ST | CCORb.ST | GETIb.ST | BINV.ST | RATOb.ST | WALLb.ST | ACANb.ST | PROB.ST | SWOLb.ST | MSABb.ST | MTGb.ST |
| HEBAb.ST | BTSb.ST | AAK.ST | WALLb.ST | NETIb.ST | OPUS.ST | MSABb.ST | BETsb.ST | G5EN.ST | HEXAb.ST | SSABa.ST | VITR.ST |
| EKTab.ST | RNBS.ST | SECTb.ST | VITR.ST | ATRLJb.ST | PEABb.ST | FPAR.ST | TRAD.ST | RAYb.ST | SKISb.ST | CLASb.ST | BIOT.ST |
| NIBEb.ST | CLASb.ST | CAST.ST | FABG.ST | BIOGb.ST | RNBS.ST | RAYb.ST | MICsb.ST | SEMC.ST | BORG.ST | CONsb.ST | ITABb.ST |
| RATOb.ST | FPIP.ST | HMb.ST | NOBL.ST | BORG.ST | FPIP.ST | PROB.ST | MEKO.ST | TRENT.ST | ABB.ST | NOKIA.ST | GINV.ST |
| Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2008-03-31 | | | | Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2008-09-30 | | | | Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2009-03-31 | | | |
| PRICb.ST | BIOGb.ST | NETIb.ST | WALLb.ST | PROB.ST | VITR.ST | HMSN.ST | HOLMb.ST | ATRLJb.ST | NETb.ST | MEDCAP.ST | RAYb.ST |
| OPUS.ST | PROB.ST | GETIb.ST | MSABb.ST | BIOGb.ST | SVIK.ST | NETb.ST | MVIRb.ST | HEBAb.ST | HMb.ST | CEVl.ST | MEKO.ST |
| WIHL.ST | EKTab.ST | MICsb.ST | SWMA.ST | EKTab.ST | BINV.ST | STER.ST | BALDb.ST | BIOGb.ST | CORE.ST | WIHL.ST | MSONb.ST |
| ODD.ST | MTGb.ST | DORO.ST | SECTb.ST | CORE.ST | NGSG.ST | MSCb.ST | GETIb.ST | FEEL.ST | LUNDb.ST | MSABb.ST | AAK.ST |
| RATOb.ST | ATRLJb.ST | HEBAb.ST | AAK.ST | CEVl.ST | CATE.ST | SWMA.ST | HUFVa.ST | BINV.ST | BOL.ST | SKISb.ST | SWMA.ST |
| Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2009-09-30 | | | | Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2010-03-31 | | | | Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2010-09-30 | | | |
| SEAM.ST | DORO.ST | SAND.ST | BILL.ST | CEVl.ST | WISE.ST | SOBIV.ST | MTGb.ST | CATE.ST | HEXAb.ST | PRICb.ST | ATRLJb.ST |
| TRAD.ST | TRELb.ST | NETIb.ST | RAYb.ST | RAYb.ST | GUNN.ST | MSABb.ST | VITR.ST | G5EN.ST | BALDb.ST | WIHL.ST | HEBAb.ST |
| BIOGb.ST | ELANb.ST | WALLb.ST | MTGb.ST | BALDb.ST | RATOb.ST | CATE.ST | EWKR.ST | FABG.ST | CAST.ST | MTGb.ST | SINT.ST |
| NEWAb.ST | TRENT.ST | DURCb.ST | HEXAb.ST | REZT.ST | FPAR.ST | JM.ST | NEWAb.ST | WALLb.ST | SOBIV.ST | VOLVb.ST | MEKO.ST |
| REZT.ST | LIAB.ST | JM.ST | SSABb.ST | RROS.ST | POOLb.ST | SVEDb.ST | WALLb.ST | LIAB.ST | FEEL.ST | CORE.ST | HMSN.ST |
| Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2011-03-31 | | | | Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2011-09-30 | | | | Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2012-03-31 | | | |
| TAGR.ST | ELANb.ST | TRAD.ST | HPOLb.ST | STWK.ST | SWMA.ST | ICAA.ST | FINGb.ST | QLRO.ST | SINT.ST | CLOEb.ST | HUSOb.ST |
| PRICb.ST | SEMC.ST | DIOS.ST | IARb.ST | BIOGb.ST | EKTab.ST | HUFVa.ST | PACT.ST | MBPH.ST | FPAR.ST | HEXAb.ST | NEWAb.ST |
| BIOGb.ST | BELE.ST | BEIb.ST | PACT.ST | HTRO.ST | WIHL.ST | HMb.ST | NIBEb.ST | RAYb.ST | ASSAb.ST | MYCR.ST | SOBIV.ST |
| G5EN.ST | SWOLb.ST | CATE.ST | NOBL.ST | WALLb.ST | CAST.ST | VITR.ST | HEBAb.ST | CEVl.ST | PRICb.ST | BALDb.ST | EKTab.ST |
| BALDb.ST | FAG.ST | NEWAb.ST | EWKR.ST | PROB.ST | GHP.ST | ATELa.ST | NETb.ST | G5EN.ST | OPUS.ST | IARb.ST | CTTS.ST |
| Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2012-09-30 | | | | Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2013-03-31 | | | | Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2013-09-30 | | | |
| SOBIV.ST | MBPH.ST | CAST.ST | ICAA.ST | ARCM.ST | NEWAb.ST | BALDb.ST | ELEC.ST | ARCM.ST | OPUS.ST | BALDb.ST | CATE.ST |
| CTTS.ST | FABG.ST | DIOS.ST | HEBAb.ST | ICAA.ST | SAGAA.ST | MSONb.ST | WALLb.ST | SOBIV.ST | NETb.ST | ICAA.ST | BULTEN.ST |
| HUFVa.ST | BALDb.ST | WIHL.ST | CLOEb.ST | OPUS.ST | CATE.ST | FPAR.ST | HEXAb.ST | SINT.ST | MTGb.ST | HMb.ST | HPOLb.ST |
| OPUS.ST | ATRLJb.ST | EKTab.ST | NETb.ST | G5EN.ST | RAYb.ST | NETb.ST | REZT.ST | SWOLb.ST | TRAD.ST | SAGAA.ST | FABG.ST |
| WALLb.ST | FPAR.ST | HEXAb.ST | IARb.ST | CVTEC.ST | AFb.ST | HPOLb.ST | BILL.ST | SECTb.ST | BIOGb.ST | TRELb.ST | HMSN.ST |
| Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2014-03-31 | | | | Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2014-09-30 | | | | Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2015-03-31 | | | |
| HTRO.ST | SMF.ST | FPAR.ST | OEMb.ST | IVSO.ST | SSABa.ST | FAG.ST | MBPH.ST | HEMF.ST | NETb.ST | FPAR.ST | PROB.ST |
| SINT.ST | RNBS.ST | BULTEN.ST | NIBEb.ST | CTTS.ST | VITR.ST | FABG.ST | HEMF.ST | CEVl.ST | OP.ST | MBPH.ST | MYCR.ST |
| BALDb.ST | ARCM.ST | DIOS.ST | VITR.ST | SECTb.ST | CEVl.ST | SAGAb.ST | WALLb.ST | BALDb.ST | RECIb.ST | RAYb.ST | HPOLb.ST |
| SAGAb.ST | KLED.ST | SECTb.ST | LAMMb.ST | ORTIb.ST | SOBIV.ST | LOOMB.ST | IARb.ST | MSABb.ST | DCARb.ST | FABG.ST | IARb.ST |
| OPUS.ST | MYCR.ST | WALLb.ST | FABG.ST | BALDb.ST | NETb.ST | NOKIA.ST | HMSN.ST | SAGAb.ST | KLOVa.ST | KLED.ST | ASSAb.ST |
| Höga EV/EBITDA + prisindex 6 mån 2015-09-30 | | | | | | | | | | | |
| FINGb.ST | SOBIV.ST | BALDb.ST | SAGAb.ST | | | | | | | | |
| SENS.ST | BIOGb.ST | SINT.ST | LIFCOb.ST | | | | | | | | |
| NETb.ST | KINDsb.ST | MULQ.ST | NIBEb.ST | | | | | | | | |
| IVSO.ST | BETsb.ST | STWK.ST | FABG.ST | | | | | | | | |
| RAYb.ST | MIDWb.ST | MSABb.ST | PROB.ST | | | | | | | | |