

# Operationel værdiskabelse i PE-backed IPO's



## Kandidatafhandling Copenhagen Business School Cand. Merc. Finansiering og Regnskab

Vejleder: Michael E. Jacobsen  
Dato: 15-01-2020  
Forfatter: Mads Dahl Mortensen

Antal anslag: 129.897  
Antal sider: 78  
46207

## Abstract:

The concept of Private Equity funds has existed since the 70ths in the US and grew during the 80ths. In the 90ths Private Equity funds really made their impact by entering the European market and in the 00ths the number of funds and fundraised cash grew rapidly - including Scandinavia. During the last couple of years Private Equity funds has been discussed publicly and accused of using quick fixes in order to gain short termed growth thus quickly increase profits. This study will undergo an examination of whether Private Equity funds only creates short termed value in their acquired target companies or if their ownership has a long termed positive influence – even after their exit.

This thesis investigates how PE-backed Nordic companies performs operational post an IPO – on a Nordic stock exchange. The study is divided into a qualitative and a quantitative analysis.

The focus of the qualitative analysis is to identify the operational initiatives that PE-funds applies on their target companies, and how these initiatives is combined with value creation.

The operational value drivers are divided into two categories. The direct value drivers and the indirect value drivers. The direct value drivers are the ones that directly affects the value creation and are often long termed - for example changes in strategy. The indirect drivers are on the other hand, drivers that affects the direct value drivers. Based on the analysis of the drivers a selection of nine parameters was made and included in the quantitative analysis.

The quantitative analysis consists of a sample of 63 companies. They were tested on nine parameters, and the nine parameters was divided into three categories; probability, productivity and growth. This distinction was made to conclude whether a significant improvement in operational performance had occurred after an IPO compared to peers.

Overall, the result of the quantitative analysis was that the PE-backed companies had made a significant improvement in their operational performance in the years after their IPO. These results were adjusted for the peers development in their period after IPO.

Based on these results it is concluded that PE-ownership gives target companies competitive advantages that leads to long term operational value creation.

## Indholdsfortegnelse

|                                                                       |           |
|-----------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Indledning .....</b>                                               | <b>5</b>  |
| Problemstilling .....                                                 | 6         |
| <b>Problemformulering .....</b>                                       | <b>7</b>  |
| Underspørgsmål .....                                                  | 7         |
| Kvalitativ analyse .....                                              | 7         |
| Kvantitativ analyse .....                                             | 8         |
| Afgrænsning .....                                                     | 8         |
| Metode .....                                                          | 9         |
| Den kvalitative analyse .....                                         | 10        |
| Den kvantitative analyse .....                                        | 10        |
| Afhandlingens struktur .....                                          | 12        |
| <b>Forklarende afsnit .....</b>                                       | <b>13</b> |
| Private Equity som begreb .....                                       | 13        |
| Private Equity strukturen .....                                       | 14        |
| Private Equity fondes livscyklus .....                                | 15        |
| Fundraising og etablering .....                                       | 15        |
| Udvælgelsesproces .....                                               | 16        |
| Aktivt ejerskab og værdiskabelse .....                                | 17        |
| Exitproces .....                                                      | 17        |
| J-kurven .....                                                        | 18        |
| Kapitalfondes historiske udvikling .....                              | 19        |
| Det nordiske PE-marked .....                                          | 20        |
| Opsummering .....                                                     | 20        |
| <b>Den kvalitative analyse .....</b>                                  | <b>21</b> |
| Værdiskabelse i kapitalfonde .....                                    | 21        |
| Operationel værdiskabelse gennem selektion eller PE-kompetencer ..... | 24        |
| Operationelle drivers - Analyse .....                                 | 26        |
| Direkte Value drivers .....                                           | 26        |
| Indirekte Value Drivers .....                                         | 27        |
| Overblik over drivers til forøgelse af operationel værdi .....        | 28        |
| Direkte operationelle value drivers .....                             | 28        |
| Strategi .....                                                        | 29        |
| Effektivisering .....                                                 | 31        |

|                                                                |           |
|----------------------------------------------------------------|-----------|
| Kapitalstruktur .....                                          | 33        |
| Indirekte operationelle value drivers .....                    | 35        |
| Ejerskabsfordele .....                                         | 35        |
| Governance .....                                               | 40        |
| Delkonklusion og opsummering - kvalitativ analyse.....         | 44        |
| PE-instrumenters vedvarende effekt .....                       | 49        |
| <b>Kvantitativ analyse .....</b>                               | <b>50</b> |
| Beskrivelse af den kvantitative analyse .....                  | 50        |
| Datagrundlaget for analysen .....                              | 51        |
| Sample .....                                                   | 51        |
| Indsamling af data .....                                       | 55        |
| Begrænsninger .....                                            | 56        |
| Samplens karakteristik .....                                   | 57        |
| Karakteristik af regnskaber .....                              | 57        |
| Karakteristik af industri/sektorer .....                       | 58        |
| Karakteristik af geografi.....                                 | 60        |
| Karakteristik af IPO ift. markedet.....                        | 61        |
| Valg af operationelle parametre.....                           | 62        |
| Udvalgte parametre til måling af operationel performance ..... | 62        |
| Beregning af mål .....                                         | 66        |
| Event-study .....                                              | 66        |
| Justering af peers .....                                       | 67        |
| Valg af Wilcoxon test.....                                     | 68        |
| Hypoteser.....                                                 | 69        |
| Resultater af Wilcoxon Signed Ranked T-test .....              | 72        |
| Delkonklusion og opsummering - kvantitativ analyse .....       | 78        |
| <b>Konklusion.....</b>                                         | <b>79</b> |
| <b>Perspektivering .....</b>                                   | <b>82</b> |
| <b>Litteraturliste .....</b>                                   | <b>83</b> |
| <b>Bilag.....</b>                                              | <b>88</b> |

# Indledning

Kapitalfonden KKR's etablering tilbage i 1976 kan ses som den første udgave af det, vi i dag kender som Private Equity. Denne kapitalfond investerede i virksomheder, som var familiejet og som søgte kapital for ikke at blive opkøbt af konkurrenter, men som samtidigt ikke havde størrelsen til en børsnotering.

I gennem 1980'erne oplevedes der en kraftig stigning i PE-markedet. Denne udvikling kom på baggrund af regulative ændringer og lempelser i USA. Værdien af de mange Leveraged buyouts steg i 80'erne, og det vurderes til at overstige \$250 millioner i årtiet<sup>1</sup>. Det var først i 1990'erne, at konceptet Private Equity rigtigt kom til Europa. I begyndelsen var væksten i PE-markedet i Europa primært drevet af investeringer i high tech industrien<sup>2</sup>. I 00'erne vækstede PE-aktiviteterne i Europa, og herunder også i Norden, ret markant – dog med undtagelse af perioden 2008-2009 som var præget af krise. Dykket i PE-aktivitet er indenfor de seneste år blevet indhentet igen, og PE-aktiviteten er nu højere end før krisen.

I Norden har indflydelsen fra Private Equity været stigende idet Private Equity i dag udgør en større del af både M&A markedet<sup>3</sup> og en større del af den samlede økonomi. I takt med denne udvikling har der også været et øget fokus på Private Equity fra medier og offentlighed. Dette kunne f.eks. ses i forbindelse med OW Bunker, hvor der var stor bevågenhed omkring LBO'en af dem<sup>4</sup>.

I Norden udgør, ifølge statista.com, Private Equity en højere andel af GDP end i gennemsnittet i resten af Europa<sup>5</sup>. Dette bakkes også op af Investeurope.eu, som har både Norge, Danmark og Sverige i top 8 over PE/GDP<sup>6</sup>.

Kigger man på udviklingen i Norden siden begyndelsen af 00'erne og frem til i dag, har der været en stor udvikling. Det gælder både i forhold til efterspørgslen på Private Equity, men også i forhold

---

<sup>1</sup> HVCA (2012)

<sup>2</sup> ECB (2005)

<sup>3</sup> Kroman Reumert (2017)

<sup>4</sup> Børsen (2014)

<sup>5</sup> Statista (2017)

<sup>6</sup> Investeurope (2017)

til hvilke type virksomheder der investeres i, og hvordan afkast skabes. Hvor det før i højere grad hang på høj gearing, er der i dag et øget fokus på at skabe en forbedring af den operationelle performance<sup>7</sup>.

## Problemstilling

Undersøgelser af dette fagområde er blevet foretaget siden 1980'erne, hvorfor der allerede foreligger undersøgelser af kapitalfonde og deres kompetencer ift. at skabe en øget operationel performance i target selskaber – dette gælder både under og efter ejerskab.

Tendensen i de tidligere studier er, at der generelt er en forbedring af targetselskabers operationelle performance efter buyout. Dette er både gældende ift. peers og industri.

Der er dog undtagelser til denne tendens. Eksempelvis finder Vinten (2007) i sin PhD, at der er en negativ sammenhæng mellem operationel performance og ejerskab fra en PE-fond.

Der er generelt gennem en række studier uenighed om, hvorvidt PE-ejerskab er positivt eller negativt for den operationelle performance. Der er tillige uenighed blandt undersøgelserne om IPO's forbedrede operationel performance. Disse undersøgelser vil blive inddraget løbende.

På baggrund af de forskelligt rettede konklusioner i tidligere foretaget undersøgelser, findes det yderst relevant at foretage en ny undersøgelse. Denne test vil undersøge, hvorvidt der er statistisk belæg for, at den operationelle værdi forøges ved kapitalfondsejerskab – dette på en række parametre. Desuden har der ikke været foretaget mange studier på området de seneste år, hvilket gør det både interessant og relevant at undersøge det.

I undersøgelsen skal der tages en række hensyn ift. både udviklingen over årene og på de specifikke forhold, som gør sig gældende i Norden.

Udviklingen i Private Equity investeringerne har ændret sig en del over årene. Hvor der i dag er større fokus på forøgelse af den operationelle performance, var der tidligere større fokus på gearing – dette vil blive gennemgået i den kvalitative analyse.

Der skal der ligeledes tages højde for, hvilken arbejdskultur der er i Norden, og hvordan den kan besværliggøre sammenligningen med andre markeder.

---

<sup>7</sup> BCG (Briegl, 2016)

Slutteligt skal der i undersøgelsen tages hensyn til, at der i Norden hersker en atypisk ejerskabsstruktur i form af mange familieejede selskaber. Eksempelvis er der i Danmark over 50.000 familieejede selskaber<sup>8</sup>.

På baggrund af disse forhold, findes det nødvendigt løbende at opsummere og sammenligne med tidligere studier af nyere dato.

Dette studie vil omhandle, hvordan virksomheder, post IPO, har været påvirket af tidligere at være ejet af kapitalfonde. Undersøgelsen af dette vil blive foretaget i perioden 2001-2016. Grunden til netop denne periode er blevet udvalgt, vil blive uddybet senere, når samplen forklares og diskuteres.

Den udvalgte periode rummer altså både en vækstperiode inden finanskrisen, en negativ periode under finanskrisen og endnu en vækstperiode post finanskrisen.

Herunder følger problemformuleringer og underspørgsmål til de to delanalyser:

## Problemformulering

*Hvordan har tidligere PE-ejerskab påvirket den operationelle værdiskabelse hos selskaber i Norden, post IPO?*

## Underspørgsmål

For at kunne besvare problemformulering på bedst mulige grundlag, vil analysen blive delt op i to dele; en kvalitativ og en kvantitativ. Dette gøres for at få begge perspektiver ind i analysen og for at strukturere det. Derfor er underspørgsmålene nedenfor listet under hver sin analyse:

## Kvalitativ analyse

*1: Hvordan påvirker kapitalfonde den operationelle værdiskabelse i sine targetselskaber efter IPO?*

---

<sup>8</sup> Borsen (2013)

*2: Hvilke metoder har en kapitalfond ift. at skabe denne forbedring af den operationelle performance?*

## Kvantitativ analyse

*3: Hvordan har tidligere targetselskaber i Norden præsteret efter IPO?*

*4: Har targetvirksomhederne oplevet en forbedret vækst efter IPO?*

*5: Har udviklingen i profitabilitet bidraget til ændringer i den operationelle performance post IPO?*

*6: Har en ændring i produktiviteten bidraget til ændringer i den operationelle performance post IPO?*

## Afgrænsning

På baggrund af en tese om at kapitalfondsejerskab kan have en positiv indflydelse på targetselskabers operationelle performance, vil dette speciale have fokus på, hvordan tidligere PE-ejerskab kan have en positiv indvirkning i den første tid efter IPO. Kvalitative redskaber som anvendes under PE-ejerskabet vil blive analyseret. Disse redskaber vil blive fundet i andre undersøgelser, hvorfor der afgrænses fra interviews.

For at kunne måle udviklingen i den operationelle værdiskabelse, benyttes der tilgængelig regnskabsdata, det vil sige offentligt tilgængelige regnskaber. Dette gælder for både samplens data og peers data. Samplen vil kun bestå af selskaber, hvor der har været et majoritetsejerskab. Dermed afgrænses der fra minoritetsejerskab. Dette gøres for at sikre, at man kan isolere betydningen af Private Equity i targetselskaber, hvilket man må antage gøres bedst ved at isolere undersøgelsen til at omhandle selskaber, hvor kapitalfonde har maximal indflydelse på targetselskabet, og deres performance efter IPO.

Undersøgelsen afgrænser sig fra at tage hensyn til kapitalfondes ejerandel i targetselskaber efter IPO. Dette skyldes, at der ofte er forskellige former for "Lock ups", eller at der beholdes en andel af selskabet efter IPO. Dette vurderes dog ikke at have indflydelse på undersøgelsen, da PE selskabers aktive ejerskab næsten altid ender efter IPO<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Vinten (2007)



Den kvantitative undersøgelse afgrænses til at omhandle nordiske virksomheder, som er blevet IPO'et i perioden 2001-2016. Det var initialt meningen, at gå længere tilbage for at få et større datagrundlag, men da der opstod problemer ift. at indhente regnskabsdata før 2001, måtte der afgrænses for dette.

Derfor starter undersøgelsesperioden i 2001. Den afsluttes i 2016, da der skal anvendes regnskabsdata i en op til 3-årig periode efter IPO. Her afgrænses der igen fra selskaber, som er handlet efter 6. måned i 2016. Dette gøres for at isolere til post IPO regnskaber.

Der afgrænses i opgaven også fra IRR beregninger, da fokus i undersøgelsen ikke er på PE-fondens investering, men på de vedvarende operationelle påvirkninger et PE-ejerskab har efter IPO af et givent targetselskab.

Der afgrænses fra en segmentanalyse, da opgavens struktur og omfang gør, at der vil mangle plads til at komme i bund med en sådan analyse. Specielt vil den kvalitative analyse kræve plads, da den ligger fundamentet og giver forståelsen for udførelsen af den kvantitative analyse.

Udover de ovenfor nævnte afgrænsninger vil der løbende opstå mindre afgrænsninger, som vil blive nævnt og forklaret, hvis og når dette findes nødvendigt.

## Metode

Dette speciale har som mål at belyse om PE ejerskab har en positiv indvirkning på targetselskabers operationelle værdiskabelse efter IPO. Dette gøres gennem en empirisk analyse.

Det vil blive besvaret gennem en analyse, som kommer til at bestå af to dele – en kvalitativ analyse og en kvantitativ analyse. Disse to analyser skal besvare de forskellige underspørgsmål, som til sidst vil hjælpe til at give et svar på problemformuleringen.

I den første analyse, den kvalitative, anvendes den induktive metode<sup>10</sup>. Der arbejdes induktivt, idet der arbejdes ud fra forskellige ekspertudtagelser.

---

<sup>10</sup> Ib Andersen, den skinbarlige virkelighed

I anden del, den kvantitative metode, arbejdes der deduktivt. Der arbejdes deduktivt idet, da der på forhånd er stillet hypoteser op, og via statistiske test forsøges at finde svar på disse- hvorvidt de kan accepteres eller ej.

## Den kvalitative analyse

Denne del af analysen vil blive bygget op på forskellige artikler, rapporter af kapitalfonde og akademiske indlæg. Derudover vil rapporter om kapitalfondes præstationer blive inddraget.

Der vil blive anvendt materiale som bygger på interviews af personer, som har arbejdet/arbejder i PE-verdenen, foretaget af 2. part, for at indsamle empiri om, hvilke værktøjer PE-selskaber benytter i deres targetselskaber. Selvom det er tilstræbt kun at indhente kvalitative data, som omhandler Norden, så vil der også forekomme materiale og interviews, som ikke kun omhandler hvordan kapitalfonde agerer i Norden, men også hvordan de agerer generelt. Dette skal man selvfølgelig have for øje, og det vil for så vidt muligt blive udpenslet, da der kan være forskelle mellem, hvordan kapitalfonde agerer på det nordiske marked og andre markeder.

Data der anvendes er sekundær data<sup>11</sup>.

Det vurderes, at der grundet forestående er et fyldestgørende og validt empirisk grundlag for analysen.

## Den kvantitative analyse

Der vil i den kvantitative analyse blive anvendt statistiske modeller. Den specifikke model vil blive gennemgået grundigere senere i afsnittet omkring testen og resultaterne af denne.

Datagrundlaget er baseret på regnskaber fra 63 selskaber baseret i Norden. Alle disse selskaber har haft PE majoritetsejerskab og er blevet IPO'et i perioden 2001-2016.

For at kunne sammenligne på den mest optimale måde, måles udviklingen i operationel værdiskabelse i targetselskaber med peers. Disse peers er udvalgt på baggrund industri og størrelse, så de så vidt muligt passer på targetselskaberne. Der har været overvejelser frem og

---

<sup>11</sup> Ib Andersen, den skinbarlige virkelighed

tilbage om testen skulle baseres på peers eller industri. Fordelen ved at bruge industri er, at subjektiviteten fjernes her. Modsat er der ret store ulemper ved at benytte industri. Et eksempel er, at der kan være vidt forskellige typer virksomheder indenfor industrien, dvs. størrelse marked osv. kan være forskelligt. Det kommer der udenom ved at vælge peers som ligner targetvirksomhederne, hvilket vil skabe mere valide resultater.

Derfor vurderes det, at der er flere fordele end ulemper ved at benytte *peers* fremfor industri.

Regnskabsdata er for langt størstedelen indhentet fra Compustat. Nogle få regnskabstal er indhentet fra Bloomberg. Der enkelte gange været anvendt regnskabsdata fra årsrapporter, når Compustat ikke har rummet data. Baggrunden for at benytte Compustat er, at det har været den mest tilgængelige og anbefalede platform. Compustat også været benyttet i flere andre studier til lign. Event studies. Data indhentet fra Compustat er sekundær data<sup>12</sup>.

Hvorfor samplen er sammensat som den er, vil blive yderligere forklaret i afsnittet omkring datagrundlaget.

Den kvantitative analyse er opbygget efter en række hypoteser. Disse hypoteser skal enten accepteres eller forkastes, og kan herefter danne grundlag for at besvare underspørgsmålene, som tidligere blev opstillet i afsnittet *problemformulering*.

Analysen er altså centreret omkring om, hvorvidt Kapitalfondsejerskab er positivt for selskaber i en længerevarende periode efter IPO.

Analysen er et event study, hvor det estimeres, om det med statistisk sikkerhed kan siges, at kapitalfonde har en positiv effekt efter exit, her i form af IPO.

---

<sup>12</sup> Ib Andersen, den skinbarlige virkelighed

## Afhandlingens struktur



### *1: Det indledende afsnit*

Dette afsnit har til formål at forklare baggrunden for afhandlingens problemformulering.

Afhandlingens underspørgsmål vil blive introduceret, og relevansen af disse vil blive begrundet.

For at kunne besvare underspørgsmålene vil en række analyser og statistiske tests blive foretaget.

Disse bliver også gennemgået i dette afsnit.

### *2: Det forklarende afsnit*

Afsnittet har til formål at forklare, hvilket markedet kapitalfondsmarkedet er og introducere IPO's.

Herunder vil der komme en kronologisk fortælling om udviklingen af PE-markedet, og forklaringer på hvor og hvordan det har ændret sig. Dette har til formål at give læser en forståelse af, hvilket markedet afhandlingen beskæftiger sig med.

### *3: Den kvalitative analyse*

Formålet med det kvalitative afsnit er at undersøge de værdiskabende kilder (value drivers).

Heraf hvilke operationelle drivers som er vedvarende efter IPO. En model for hvordan disse drivers bliver vedvarende vil herefter gennemgås, hvilket fører det endelige mål med dette afsnit - at kunne besvare underspørgsmål 1 og 2.

#### *4: Den kvantitative analyse*

Denne del vil lægge ud med at gennemgå eksisterende undersøgelser foretaget på PE-fonds området, hvilket skal sætte scenen for, hvordan og hvorfor denne afhandlings hypoteser og underspørgsmål er sammensat, som de er. Herefter følger resultaterne fra afhandlingens kvantitative analyse.

På baggrund af ovenstående besvares slutteligt underspørgsmål 3, 4, 5 og 6.

#### *5: Konklusionen*

Dette afsnit er en opsamling af hele opgaven, hvor der slutteligt skal foretages en konklusion på problemformuleringen. Hertil vil der følge en perspektivering.

## Forklarende afsnit

Det følgende afsnit vil gennemgå opbygningen af Private Equity. Dette har til formål at forklare og kortlægge ideen bag PE-fonde og formålet med disse. Afsnittet her skal være fundamentet for analysen og de senere underspørgsmål.

## Private Equity som begreb

Private Equity står for investeringer i ikke-børsnoterede selskaber<sup>13</sup>. Dette er baggrunden for navnet private, altså at investeringerne foretages i mindre private virksomheder, fremfor offentligt listede selskaber. Private Equity investeringer dækker over mange forskellige type investeringer; Angel, Venture osv. Der er også typen af investeringer som kaldes "Buyout". Det er den type investering som specialet her vil have sit fokus på. Buyouts er karakteriseret ved, at en PE-fond overtager mere end 50% af et selskab – dette kaldet et "targetselskab". Tanken bag at overtage mere end 50% er, at PE-fonden som majoritetsejer kan være en aktiv ejer, som har indflydelse på

---

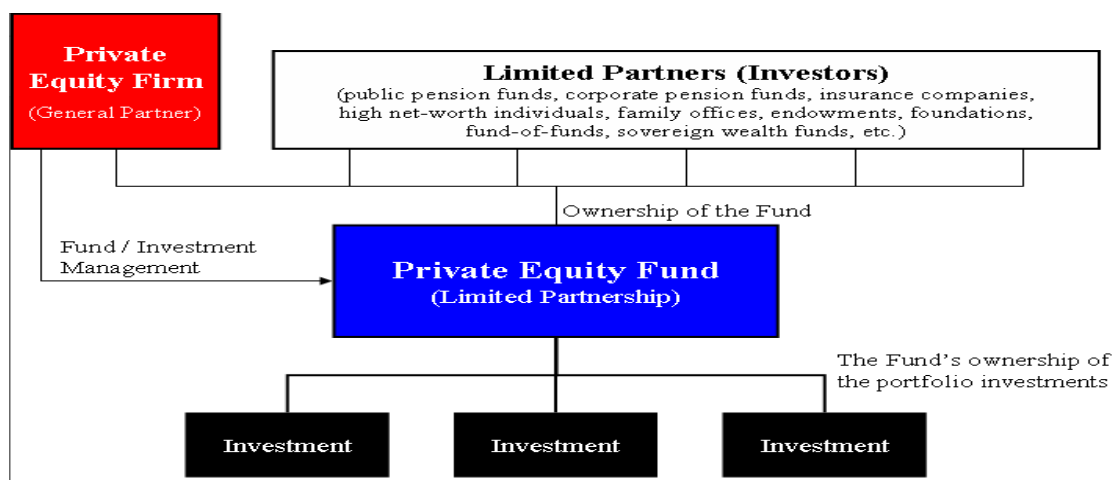
<sup>13</sup> Nykredit (2019)

(kan bestemme) hvilke ændringer, der skal foretages for at kunne forbedre targetselskabets performance og således øge værdien af selskabet<sup>14</sup>.

Det skal herfra noteres, at når PE og PE-investeringer nævnes fremover i specialet, så skal det forstås som PE buyouts – med mindre andet specifikt forklares.

Herunder er en figur som viser strukturen i Private Equity fonde:

### Private Equity - Struktur



Kilde: Kay Müller, *Investesting in Private Equity Partners*

## Private Equity strukturen

Som det af illustrationen kan aflæses, er en PE-fond typisk opbygget af en række forskellige partnere. Der er først og fremmest nogle "General Partners". De tegner fonden udadtil, og forvalter Private Equity fonden. General Partners vil også investere i fonden, men det er ikke dem, som leverer den største del af fondens likvider. Den del kommer fra det som kaldes "Limited Partners". Som det også fremgår af figuren, er disse partnere typisk pensionselskaber, forsikringsselskaber eller "rige" familier m.v. Det der gør sig gældende for alle limited partnere er, at de ligger inde med megen kapital, som de skal have placeret.

<sup>14</sup> DFL Law Firm (2018)

## Private Equity fondes livscyklus

Kapitalfonde har typisk en livscyklus på 10-12 år<sup>15</sup>. Perioden forløber oftest således, at der det/de første år indhentes kapital. De efterfølgende år investeres der i en række targetselskaber, hvorefter disse optimeres, for så de sidste år af kapitalfondens levetid, at foretage exit på targetselskaber og fordele profit.

DVCA har udarbejdet en gennemgang af en Private Equity fonds livscyklus. De opdeler cyklussen i fire dele, fundraising, udvælgelse, ejerskab og exit. I de følgende afsnit vil disse fire faser blive gennemgået<sup>16</sup>.

## Fundraising og etablering

General partners har på forhånd en god idé og plan for hvor meget kapital, der skal indhentes før de påbegynder jagten på limited partners. Dette skyldes, at de på forhånd har en plan for, hvilken type selskaber som fonden skal investere i, og herunder hvor meget kapital disse investeringer kommer til at kræve.

Hvor nemt/svært og hvor lang tid det tager at indhente kapitalen afhænger af general partners sammensætningen. Er general partners partnere med en solid "track record" og har stor erfaring, vil det typisk være lettere at indhente kapital fra limited partnere.

General partners opsøger potentielle investorer, hvor de præsenterer kapitalfonden og ideen bag denne. Herefter prøver de at opnå et kapitaltilsagn fra investorerne. Dvs. at investorerne ikke investerer i fonden med det samme, men først skyder penge ind, når der er en konkret investering som kræver kapital.

Limited partners kan som nævnt tidligere bestå af en række forskellige investorer. Herunder er en figur som viser, hvorfra og hvor meget kapital, som kom fra forskellige typer af kilder i perioden 2007-2012 i Danmark:

---

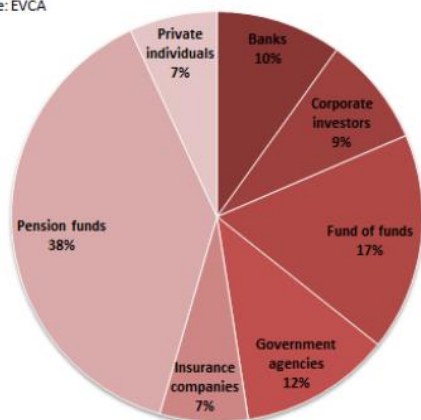
<sup>15</sup> DVCA rapport (2016)

<sup>16</sup> DVCA rapport (2016)

## Kilder til fundraising

### Fundraising kilder i Danmark fra 2007-2012

Kilde: EVCA



Kilde: (DCVA 2016)

Det kan aflæses, at der er en ret bred palette af type investorer, som er repræsenteret i funding af kapitalfonde, men at det er pensionsselskaberne, som er dominerende i investeringerne af kapitalfonde.

Som tidligere nævnt skal general partners altid selv skyde et beløb ind i fonden. Dette gøres for at sikre det der kaldes "alignment of interests". Kort sagt gøres det for at sikre, at general partners selv har noget på spil, og derfor ikke kan satse vildt med andres penge.

## Udvælgelsesproces

Investeringsperioden for Private Equity fonde vil typisk ligge indtil man er 4 til 6 år inde i kapitalfondens levetid, jf. DCVA 2016 Kapitalfonde. Op til der foretages investeringer i targetselskaber pågår en lang udvælgelsesproces, som starter ved at der opstilles en række investeringskriterier. Investeringskriterierne er langt fra generiske, men snarere det modsatte og veksler fra PE-fond til PE-fond. Fællestrækkene mellem PE-fondene er, at der foregår et solidt forarbejde før investeringen foretages for at sikre, at investeringen passer ind i strategien for fonden, og har et optimeringspotentiale ift. at øge den operationelle værdi på selskabet gennem et aktivt ejerskab, og dermed også øge værdien af targetselskabet<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> DVCA rapport (2016)



## Aktivt ejerskab og værdiskabelse

Det aktive ejerskab har til formål at øge værdien på virksomheden gennem ændring af strategier. Herudover har PE-fonden også mulighed for at påvirke virksomhedens performance ved at foretage udskiftning af staben – herunder specielt i ledelsen. Det er de general partners, som står for denne del af processen, hvorimod limited partners på dette tidspunkt har en tilbagetrukket rolle. Ud over at have mulighed for at udskifte bestyrelsen, har kapitalfondene også ofte adgang til ekspertise i form af branche- og industrieksperter<sup>18</sup>. Dette er også en af de store forskelle mellem investeringer i børsnoterede selskaber og så PE-investeringer. Ved investeringer i børsnoterede selskaber er det meget sjældent, at investorer har majoritetsandele i investeringerne. Derfor har man ved PE-investeringer langt større indflydelse på, hvorvidt investeringen bliver en succes. Hvordan man kan påvirke udfaldet af PE-investeringen gennem strategiudarbejdelse og udskiftning af ledelse vil blive yderligere gennemgået senere i afhandlingen, når den kvalitative analyse foretages.

## Exitproces

Exit på en investering vil typisk forekomme efter 3-7 år<sup>19</sup>. Dette passer også godt ind i fondens planlagte levetid, men gør også at værdiskabelsen skal foregå forholdsvis hurtigt efter entry, og i en bestemt periode.

Når exit forberedes, skal PE-fonden også beslutte på hvilken måde exit skal foregå. DVCA nævner 3 forskellige typiske former for exit:

- 1) Der kan videresælges til en ny fond
- 2) Der kan sælges til en "industrial" køber
- 3) Der kan foretages en IPO

Salgsprocessen vil typisk starte, når targetselskabet enten har opfyldt eller nærmer sig at have opfyldt de operationelle forbedringer, og der dermed kan inkassere en gevinst for PE-fonden.

Graden af succes for investeringen bliver oftest gjort op ved at måle IRR af investeringen<sup>20</sup>.

General partners vil typisk tage sig betalt ved at tage en *management fee* samt *Carried interest*.

---

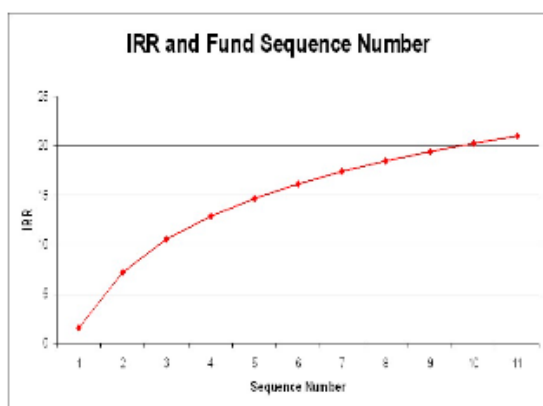
<sup>18</sup> DVCA rapport (2016)

<sup>19</sup> DVCA rapport (2016)

<sup>20</sup> DVCA (2008)

Hvor *Management fee* er en årlig betaling, som der tages uafhængigt af performance på investeringen, er *Carried interest* den del, som er afhængig af performance på investeringen.<sup>21</sup> Hvis fonden præsterer succesfuldt, vil det gøre det nemmere for personerne bag fonden at finde nye investorer til næste gang der skal dannes en fond. Herunder følger en graf over sammenhængen mellem IRR, og hvor mange fonde der er skabt. Den viser den tidligere forklarede sammenhæng. Dem der kun har fået funding til 1 PE-fond, har typisk også præsteret en meget lav IRR. Og derfor har der ikke været investorer, som har været villige til at investere i dem endnu en gang. Sammenhængen er altså, at des flere gange en fond er blevet "genlavet" des højere IRR.

### IRR vs. Sequence

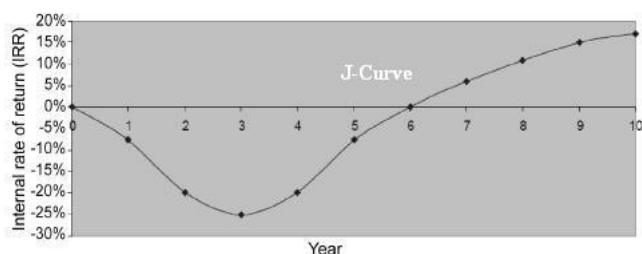


Kilde: Lerner & Schoar 2005, IRR and Sequence number

### J-kurven

Et udtryk for en PE-investeringens livscyklus er J-kurven. Grafen herunder viser udviklingen i cash flows i en PE-fonds levetid

### J-kurven



Kilde: Investment and finance net

<sup>21</sup> DVCA rapport (2016)

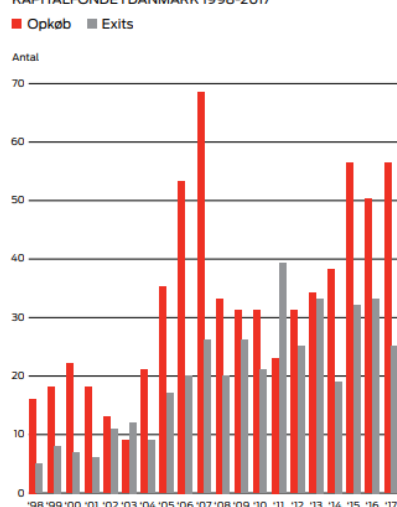
Det illustreres her, at der i de første år af fondens levetid er en investeringsperiode, hvorefter udviklingen ændrer sig fra at investere med negative cash flows til en periode, hvor der forekommer positive cash flows, hvorfor IRR stiger mod slutningen af fondens levetid.

## Kapitalfondes historiske udvikling

Private Equity markedet blomstrede op i USA igennem 1980'erne, og spredte sig så til Europa. I 1990'erne vækstede PE-markedet også i Danmark, hvorefter det led et knæk omkring dot.com krisen. De efterfølgende år i 00'erne var der igen kraftig vækst i det danske PE-markedet. Dette kan også aflæses i figurerne herunder, som viser hhv. opkøb og exits, og hvor stort kapitaltilsagn kapitalfonde har opnået i perioden.

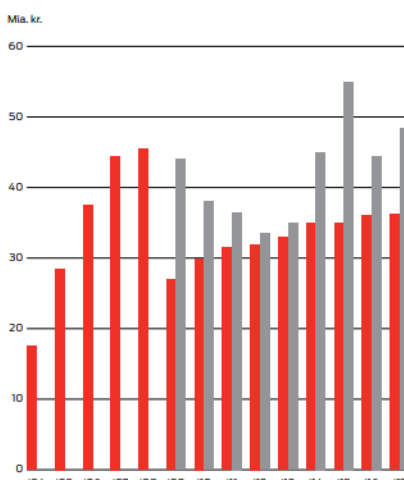
### Oversigt over opkøb og exits

FIGUR 1. ANTAL OPKØB OG EXITS FORETAGET AF KAPITALFONDE I DANMARK 1998-2017



FIGUR 2. TILSAGT KAPITAL TIL KAPITALFONDE I DANMARK 2004-2017

Danske fonde Internationale fonde



Kilde: DVCA (2018)

Det kan aflæses af begge grafer, og tydeligst på grafen over opkøb og exits, at der i 2008 skete et voldsomt fald. Det gør sig både gældende for aktiviteten af opkøb og exits, men kan også aflæses i grafen over kapitaltilsagn. Det skal til grafen over kapitaltilsagn understreges, at udviklingen i

tilsagn til internationale fonde ikke steg fra nul til et sted mellem 40-50 fra den ene dag til den anden, men at det skyldes at DVCA først fra år 2009 begyndte at måle på dette<sup>22</sup>.

## Det nordiske PE-marked

Kapitalfonde kom til Norden i 80'erne, og udviklede sig igennem 90'erne, hvor der var en stigning i antallet af fonde og heraf også af kapital i det nordiske PE-marked. De første spillere på det nordiske kapitalfondsmarked var IK Investment fra Sverige og den finske kapitalfond Capman. I 1990 blev kapitalfonden NREP etableret i Danmark. Igennem 90'erne havde de nordiske kapitalfonde primært sit fokus på de hjemlige nordiske markeder. Sidenhen har nordiske PE-fonde fået et større fokus på internationale markeder.

Ifølge Private Equity International befinder flere nordiske kapitalfonde sig i dag blandt de største PE fonde i verden<sup>23</sup> – målt på rejst kapital indenfor en 5-årig periode. Heriblandt to i top-100. Særligt bemærkes det at svenske EQT rangerer som nummer 7.

## Opsummering

Investeringshorisonten i PE-markedet i Norden vil typisk være mellem til gående mod langsigtet. Desuden er der en klar tendens til at PE-fondene er aktive i sit ejerskab af porteføljevirkomhederne. Selve PE fondene består i langt højeste grad af et mix af limited og general partners. Derudover er der også en tendens til at ledelse og bestyrelse i porteføljeselskaber er medinvestorer. Medvirkende til porteføljeselskabernes operationelle værdiskabelse benytter PE-fondene sig af sine ressourcer i form af f.eks. erfaringer fra tidligere investeringer og det netværk af eksperter indenfor de forskellige industrier, som de ligeledes har opbygget i forbindelse med tidligere investeringer.

Selve fænomenet Private Equity investeringer startede i 1980'erne i USA, og spredte sig herefter til Europa. Det var først i 1990'erne, at PE-fonde for alvor kom til Norden. Igennem 00'erne skiftede det nordiske PE-marked, da fondenes fokus i højere og højere grad rettede sig mod investeringer udenfor Norden. Dette lå godt i tråd med den generelle udvikling af PE-markedet,

---

<sup>22</sup> DVCA (2008)

<sup>23</sup> PEI (2019)

hvor udsynet også i højere grad blev internationalt. Derudover kan det også udledes, at flere nordiske fonde er internationalt anerkendt for, at deres performance ligger iblandt de bedste i verdenen.

## Den kvalitative analyse

Afsnittet her har til formål at klarlægge de forskellige value-drivers, som kapitalfonde kan benytte sig af. Herudover vil en dekomponering af value-driversne blive foretaget. Det vil også blive analyseret, hvordan og hvorfor de forskellige value-drivers betydning og indflydelse har ændret sig gennem tiden.

For at kunne gennemføre de forskellige analyser og dekomponeringen af værdiskabelseskilderne, er der indhentet empiri fra tidligere phd'er og studier.

Slutteligt vil der på denne baggrund blive analyseret og diskuteret, om det kan udledes, at der skabes en vedvarende forbedring af performance i kapitalfondenes targetselskaber. Herunder hvilke specifikke tiltag og redskaber, som sikre en realisering af denne forbedring af performance i targetselskaberne.

## Værdiskabelse i kapitalfonde

Kapitalfonde har typisk tre metoder til direkte at skabe en forøgelse af værdien i targetselskaber.

De tre metoder til at gøre dette er:

- 1: Højere multipler
- 2: Forøgelse af gearingen
- 3: Operationel forbedring<sup>24</sup>

Med baggrund i disse tre metoder vil der i dette afsnit blive foretaget en dekomponering af værdiskabelsen i targetselskaber. Det vil også blive analyseret, hvordan de tre forskellige metoder er blevet anvendt til at skabe værdiskabelse over årene. Derudover vil udviklingen i de tre metoders anvendelighed blive analyseret, samt hvorvidt der har været en ændring i dette.

---

<sup>24</sup> Briegl (2016)

Daniel Pindur har fremsat følgende formel til at udregne værdiskabelse<sup>25</sup>. Pindur kalder også denne metode *Total Proceeds*, som oversættes til "total provenu". Formlen for Pindurs model ser således ud:

$$TP = E_T - E_t + \sum_{n=t+1}^{T-1} E_n$$

Den kan også skrives således:

$$TP = (EV_T - ND_T) - (EV_t - ND_t) + \sum_t^T E_n$$

TP angiver altså her Total Provenuet, EV angiver enterprise value, ND er nettogæld og  $E_n$  er dividender udbetalt til PE-fonden fra targetsekskab i ejerskabsperioden – altså pengestrømmene mellem targetsekskab og PE-fond. Herfra kan man også opstille ligningen for TP således:

$$TP = m_t * \Delta EBITDA + \Delta m * EBITDA_t + \Delta m * \Delta EBITDA - \Delta ND + \sum_t^T E_n$$

"m" angiver her multiplen på entry tidspunkt og på exit tidspunkt.

Ud fra opstillingen af denne ligning tegner det til at EBITDA har stor indflydelse på EV. Omfanget af EBITDA's påvirkning af EV kan selvfølgelig variere, men det virker plausibelt, at det forholder sig sådan, da EBITDA ofte har stor indflydelse på værdisætningen af virksomheder. Af denne grund vil EBITDA også blive analyseret nærmere senere.

Den sidste del af ligningen – dette led:  $\Delta ND + \sum_t^T E_n$ , angiver det free cashflow i targetsekskabet, da delta ND angiver udviklingen/differencen i nettogæld for virksomheden, samt dividender udbetalt i perioden mellem entry og exit.

I en videnskabelig artikel af Achleitner og Braun<sup>26</sup>, fremfører de en metode til at dekomponere EBITDA, hvorfra det kan spores om en udvikling i EBITDA enten skyldes ændringer i omsætning, marginer, eller om det sker i kombination.

---

<sup>25</sup> Pinder (2007)

<sup>26</sup> Achleitner, Braun (2010)

Det bliver her præsenteret, at *omsætningsvækstens* indflydelse på EBITDA kan findes ud fra denne formel:  $margin_t * \Delta Revenue$

Udviklingen i *marginers* indflydelse på EBITDA kan omvendt findes ved følgende:

$$\Delta margin * Revenue_t.$$

Den *kombinerede effekt* findes ved følgende:  $\Delta Revenue * \Delta margin$ .

Den samlede ligning ser altså således ud:

$$EBITDA = margin_t * \Delta Revenue + \Delta margin * Revenue_t + \Delta Revenue * \Delta margin$$

På baggrund af dette kan *Total Proceed* nu opdeles i, hvilken effekt EBITDA har haft, og hvilken effekt multipler har haft. Kombinationseffekten kan ydermere udledes.

Det som denne formel ikke belyser, er gearingeffekten. Det vil blive gennemgået senere.

I den resterende del af den kvalitative analyse vil der være et stort fokus på, hvilke operationelle drivers, direkte som indirekte, der har betydning for værdiskabelsen. Dette bunder i, at det er blevet en gradvis større og større del af værdiskabelsen i portefølgeselskaberne.

Derimod er gearing blevet en mindre del af værdiskabelsen i kapitalfondenes levetid.

Værdiskabelse gennem forbedring af multipler har udgjort en nogenlunde stabil andel af værdiskabelsen i kapitalfondenes levetid.

Denne udvikling præsenteres i en artikel af BCG<sup>27</sup>, baseret på tal fra et studie af Briegl 2008.

Det skal understreges, at denne undersøgelse ikke er lavet for Norden, men den antages at stemme overens med udviklingen i Norden. Dette understøttes af en artikel fra Implement.<sup>28</sup>

### Værdiskabelseskilders historiske udvikling



Kilde: BCG, Briegl (2016)

<sup>27</sup> BCG, Briegl (2016)

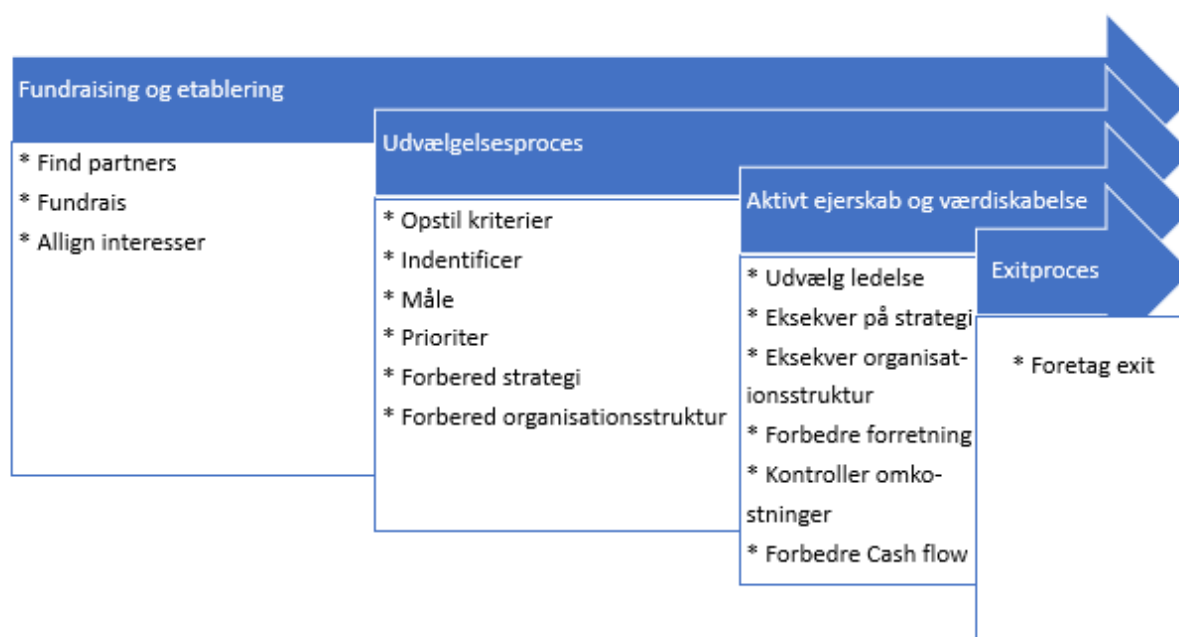
<sup>28</sup> Implement (2019)

Det kan af figuren aflæses, at over halvdelen af værdiskabelsen i 1980'erne stammede fra gearingseffekter, hvorimod det i 2012 kun var 13%. Derimod har der været en nogenlunde tilsvarende udvikling, med omvendt fortegn, i andelen af operationel værdiskabelse. Operationel værdiskabelse stod i 2012 for 48% af den samlede værdiskabelse mod 18% i 80'erne.

## Operationel værdiskabelse gennem selektion eller PE-kompetencer

Det blev kort i afsnittet omkring PE-fonds livscyklus berørt, hvordan og gennem hvilke kanaler kapitalfonde skaber operationel værdi i targetselskaber. Man kan på baggrund af dette afsnit opstille nedenstående figur for en PE-fonds livscyklus:

### Overblik over PE-fonds cyklus



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af afsnittet PE-fonds livscyklus samt rapport fra DVCA.

Flere større studier kommer til den konklusion, at der under PE-ejerskab af targetselskaber før exit/IPO, sker en signifikant forbedring af den operationelle værdi ift. peers. Dette gælder



eksempelvis Kaplans studie fra 1989<sup>29</sup>. Af nyere studier findes Acharya og *Gottschalgs* studie fra 2013 af Vesteuropæiske buyouts<sup>30</sup>. Her er konklusionen også at targetselskaber signifikant outperformer peers på en række operationelle parametre.

Et relevant spørgsmål at stille er, om den generelle tendens til at targetselskaber overperformer ift. Peers skyldes, kapitalfondenes evner til at benytte de redskaber de har til at opnå operationel værdiskabelse, eller om det skyldes kapitalfondenes evne til at selekttere i virksomheder, når de investerer i targetselskaber. Altså om kapitalfondene kan analysere, hvorvidt en virksomhed har en komparativ fordel ift. konkurrenter – dette både i form af ledelse, strategi, placering i markedet osv., og at de dermed kan forudse, hvem der vil være en vinder indenfor en given branche. Selvom dette kan virke som et validt argument for targetselskabers evne til at outperforme peers, er der ikke empiri til at bakke det udsagn op. Tværtimod viser et studie af Penman<sup>31</sup>, at konkurrencefordele ikke kan være permanente.

Penman anerkender, at der på den korte bane godt kan være forskellige konkurrencemæssige fordele for virksomheder i en branche. Men han konkluderer samtidigt på baggrund af en større statistisk undersøgelse, at disse konkurrencefordele udjævner sig over tid. Dette sker af forskellige årsager. Det kan både være at en virksomhed står i en unik position, som af naturlige årsager ophæves på et tidspunkt- kontrakter, patenter osv. Det kan også være organisatoriske fordele eller produktionsmæssige fordele, som over tid vil blive kopieret af konkurrenter, hvorefter den konkurrencemæssige fordel forsvinder.

Empirien viser også, at targetselskabers værdiskabelse heller ikke skyldes, at PE-fonde vælger specifikke brancher at investere i, da investeringerne i targetselskaber spredes over mange forskellige brancher og industrier.

Det må derfor konkluderes, at man ikke kan isolere kapitalfondenes evne til at investere i selskaber, som outperformer sine peers, til kun at omhandle den *due diligence* som foregår, når kapitalfonde foretager selektionen af virksomhed, som der skal investeres i. Med den konklusion må det udledes, at kapitalfondenes evne til at skabe operationel værdiskabelse må skyldes de tiltag og redskaber, de benytter under et aktivt ejerskab af en targetvirksomhed.

---

<sup>29</sup> Kaplan., S. N . (1989)

<sup>30</sup> Acharya, Gottschalg (2013)

<sup>31</sup> Penman (2013)

Empirien og konklusionerne fra Penmark (2013), udelukker dog ikke, at selektion har en indflydelse på den kortvarige værdiskabelse, hvorfor den grundige due diligence som PE-fonde foretager også kan have en positiv indflydelse på værdiskabelsen, og i samspil med kapitalfondenes metoder, skaber en operationel overperformance.

I de kommende afsnit vil det blive undersøgt, hvilke tiltag som PE-fonde i Norden benytter, når de under aktivt ejerskab forøger den operationelle værdiskabelse, som følger til en generel outperformance af peers.

## Operationelle drivers - Analyse

Afsnittet her vil koncentrere sig om en gennemgang og analyse af den operationelle værdiskabelse, som dannes i targetselskaber. Herunder også en dekomponering af værdiskabelsen i targetselskaberne. Tidligere studier er blevet foretaget på dette felt, heriblandt Matthews, Bye og Howland og Berg and Gottschalg 2003<sup>32</sup>, som har beskæftiget sig med "Value Creation" i PE. De har gennem deres studie fremsat forskellige definitioner af forskellige "værdi drivers" samt inddelt disse.

Det vil der blive taget udgangspunkt i, når drivers til værdiskabelse i de kommende afsnit identificeres og analyseres.

Formålet med afsnittet er ligeledes at oplyse om forskellen på de forskellige drivers.

Nogle drivers er direkte, klare og målbare. Disse drivers er et resultat af en specifik beslutning, og resultaterne kan føres tilbage til denne. Andre drivers er langt mindre målbare, men har også indflydelse på de direkte kilder til værdiskabelse.

Herudover er formålet også at vise kollaborationen mellem direkte og indirekte drivers.

## Direkte Value drivers

I afsnittet "*værdiskabelse i kapitalfonde*" blev de direkte værdiskabelseskilder opstillet:

---

<sup>32</sup> Berg & Gottschalg (2003) og Bye & Howland (2009)

- 1: Højere multipler
- 2: Forøgelse af gearingen
- 3: Operationel forbedring

De *direkte value drivers* kan klassificeres som de drivers, der har en direkte indflydelse på de direkte værdiskabeskilder. Som nævnt ovenover er disse drivers også et direkte resultat af en konkret beslutning. Eksempler på dette kunne være; at minimere omkostningerne, ændre kapitalstruktur eller implementere en ny strategi.<sup>33</sup>

Som det kan ses, er dette ikke unikke beslutninger, som kun kan foretages af specifikke individer, men derimod beslutninger som alle kan træffe – herunder både targetselskaber samt peers, hvorfor direkte drivers er uafhængige af ejerskab af en kapitalfond -i hvert fald grundlæggende. Men som det også vil blive afdækket i næste afsnit, kan det ofte kræve nogle indirekte drivers at tage direkte beslutninger.

## Indirekte Value Drivers

De indirekte value drivers bliver i et studie udgivet af Insead defineret som de mindre målbare og mindre synlige drivers, som på trods af dette antages at have en stor indflydelse på den samlede værdiskabelse i PE-fondes investeringer<sup>34</sup>. Som det ligger i definitionen af disse drivers, har de altså ikke direkte indflydelse på den operationelle værdiskabelse. På trods af dette har disse drivers stor indflydelse på de direkte drivers, som har indflydelse på den operationelle værdiskabelse.

De indirekte drivers, er de beslutninger og ændringer, som en specifik targetvirksomhed har brug for i en specifik situation. Disse drivers kan altså benyttes, når kapitalfonden tager del i et aktivt ejerskab.

Man kan derfor definere de indirekte drivers som kvalitative drivers – altså ikke direkte målbare, men stadig værdiskabende og en vigtig del af den værdiskabende proces. Man kan f.eks. se det som en kvalitativ driver, når en PE-fond kommer med brancheekspertise til en targetvirksomhed eller hjælper dem med at optimere organisationen ud fra knowhow PE-fonden har opnået fra

---

<sup>33</sup> Berg and Gottschalg (2003)

<sup>34</sup> Berg and Gottschalg (2003)

andre tidligere investeringer. En anden indirekte driver kan være adgang til kapital eller adgang til billigere kapital.

Man kan sige, at der er kausalitet mellem tiltag og beslutninger af indirekte drivers og så de direkte drivers. Det er derfor vigtigt for en PE-fond, når den foretager konkrete strategiske ændringer at vide, om den har tilstrækkeligt kapacitet af indirekte drivers. Hvis en PE-fond beslutter, at den skal øge væksten gennem ekspansion til nye markeder, men så hverken har adgang til den kapital som er nødvendig for at kunne starte op på nye markeder, eller har den nødvendige brancheekspertise eller knowhow på de nye markeder, så vil de direkte drivers være negative for den samlede værdiskabelse.

På baggrund af "Berg and Gottschalg 2003", har jeg opstillet en figur på næste side, som viser de forskellige indirekte og direkte drivers. Ud fra den inddeling vil de forskellige drivers – og "underdrivers" – blive analyseret i de kommende afsnit.

## Overblik over drivers til forøgelse af operationel værdi



Kilde: Egen tilvirkning, men lavet med udgangspunkt i Gottschalg og Bergs inddeling af drivere.

## Direkte operationelle value drivers

I dette afsnittet vil hver af de opstillede direkte drivere blive analyseret. En diskussion af disse vil også blive foretaget. Dette vil ske på baggrund af teorier og studier.

Ydermere vil de enkelte direkte drivers funktion og evne til at skabe operationel værdi blive analyseret.

Det vil også blive analyseret, under hvilke omstændigheder de forskellige drivers vil have den største indvirkning på værdiskabelsen.

## Strategi

Drivers under strategi har til formål at foretage en positionering på markedet, som fører til at targetselskabet har den mest optimale position og står i bedst mulige situation. Dette kan være at ekspandere til nye markeder eller positionere sig skarpere ift. konkurrenter. Formålet med disse strategiske tiltag er at forøge værdiskabelsen.

- *Vækst*

Et typisk strategisk tiltag er at vækste. Den mest oplagte metode til at opnå dette er gennem ekspansion. Ekspansion er en god kilde til at øge omsætningen i det enkelte porteføljeselskab, hvorfra der er muligheder for at øge værdiskabelsen. Dette kan f.eks. ske ved at gøre virksomheden mere effektiv. Det kunne ske via ekspansion til andre markeder, eller at nye produkter medførte stordriftsfordele, som kunne minimere omkostningerne pr. "produkt" alt efter hvad porteføljeselskabet producere<sup>35</sup>.

Ofte vil ekspansion kræve adgang til ressourcer i form af de indirekte drivers, hvorfor samspillet mellem direkte og indirekte drivers tydeliggøres.

For at kunne ekspandere til nye geografiske områder vil det være nødvendigt at trække på en række indirekte drivers. Et eksempel kunne være ekspertise, i form af at kunne indhente dels viden om det nye marked man skal træde ind på, og dels at kunne rekruttere de rigtige medarbejdere til at foretage denne entry. Dette understreges også i en rapport fra DVCA<sup>36</sup>. Her ligger de vægt på, at en succesfuld ekspansion til nye markeder beror på ekspertise, som man kan

---

<sup>35</sup> Loos (2005)

<sup>36</sup> DVCA (2016)

have adgang til gennem et godt netværk. Det fastslås også, at PE-fonden kan trække på sin opbyggede knowhow fra tidligere investeringer.

Det er også rimeligt at antage, at ekspansion vil kræve adgang til kapital. Dette kan gøre sig gældende i form af etableringsomkostninger til virksomheden i nye lande og RD investeringer i form af udvikling af nye produkter eller markedsføring.

Loos<sup>37</sup> finder også at langt den største del af targetvirksomheders forbedring af EBITDA, som tidligere er blevet konkluderet som den vigtigste kilde til operationel værdiskabelse, stammer fra forøgelse af omsætningen. Da ekspansion er en meget direkte kilde til forøgelse af omsætningen, må vækst gennem ekspansion anses for at være en meget central kilde til operationel værdiskabelse.

- *Fokusering*

En anden strategisk metode kapitalfonde benytter til at forøge den operationelle værdi i sine targetselskaber er *fokusering*. Her er udgangspunktet lidt anderledes end det foregående. Her er målet at øge den operationelle værdiforøgelse gennem at fokusere på færre brancher og segmenter og dermed også mindske organisationen, så den resterende organisation har fokus på færre områder, men til gengæld er ”stærkere” indenfor dette. Altså i princippet prøver man ved fokusering at opnå en komparativ fordel ift. konkurrenter og derved at være mere konkurrencedygtig.<sup>38</sup> Denne strategi kan være nyttig at anvende i forbindelse med en turn around af en virksomhed.

Uden yderligere sammenligning mellem PE-fonde og noterede virksomheder, har der været et meget konkret eksempel på fokusering med Mærsk, som gennem frasalg har haft et mål om øget fokusering på kerneforretningen<sup>39</sup>. Metoden fokusering går ud på enten at frasælge segmenter af forretningen, som enten ikke er rentable eller, hvor segmentet lægger for langt væk fra

---

<sup>37</sup> Loos (2005)

<sup>38</sup> Loos (2005)

<sup>39</sup> Berlignske (2012)

kernekompetencerne i forretning. Gennem frasalg kan man også styrke indirekte drivers, såsom organisationens struktur, som også skal være medvirkende til at forøge konkurrencekræften. Frasalg af ikke rentable segmenter har også positiv indflydelse på marginerne <sup>40</sup>, hvilket er vigtigt ift. opnåelse af en højere Enterprise Value jf. afsnittet omkring ”værdiskabelse i kapitalfonde”.

- *Konsolidering*

Udover vækst/ekspansion og fokusering findes der også *konsolidering* som strategi. Som det ligger i ordet, går denne strategi ud på at konsolidere sin position i markedet. Dette kan ske gennem opkøb af konkurrenter på markedet. Det kan også ske gennem opkøb af ens leverandører, så man mindsker sine omkostninger eller vækster sin omsætning. Denne strategi kræver også adgang til kapital.

## Effektivisering

Hvor de strategiske tiltag også henvendte sig til eksterne parter, er effektiviseringstiltagne rettet mod det interne. Som det ligger i ordet effektivisering har det til formål at øge både produktivitet og effektivitet i targetselskabet. Metoderne til at opnå effektivisering er hhv. minimering af omkostninger og minimere kapitalbindinger. Reducering af disse har til formål at øge profitabiliteten og dermed forøge værdiskabelsen<sup>41</sup>.

- *Minimer kapitalbindinger*

En metode til at styrke den operationelle værdiskabelse er gennem bedre kontrol med og optimering af kapital. Heraf kapitalbindinger og udnyttelse af aktiver, som gennemgås af Plenborg og Petersen<sup>42</sup>.

Gennem forbedring af pengebindinger kan man opnå et forbedret cash flow → forbedret likviditet. En reducere af kapitalbindinger medfører også flere andre positive ting. Eksempelvis vil det medføre en reducere af lageret, hvorfor den løbende lagernedskrivning også vil falde, hvilket

---

<sup>40</sup> Loos (2005)

<sup>41</sup> Berg and Gottschalg (2003)

<sup>42</sup> Plenborg og Petersen (2017)

kan henføres positivt direkte på balancen. Desuden vil det også føre til en besparelse af personale, som skal kontrollere dette. Det vil medføre et mindre tab på debitorer. Man kan ligeledes forbedre sit cash flow ved at mindske sine renteomkostninger.

PWC har beskrevet 3 "enkle" metoder til at opnå denne forbedring. 1: Ændringer i arbejdsgange, såsom at optimere inddragelsesprocessen, 2: Investere i en forbedring af prognoser og 3: Optimere lagerstyringen<sup>43</sup>.

PWC skelner mellem typen af virksomhed ift. hvor stor en besparelse en virksomhed kan opnå ved at implementere de 3 tiltag til forbedring af kapitalbinding. I en servicevirksomhed vil arbejdskapitalen som typisk udgøre 20% af omsætningen, hvor den vil udgøre 30% i en industrivirksomhed, hvorfor gevinsten vil være større ved optimering af kapitalbindinger i en industrivirksomhed<sup>44</sup>.

Man kunne også forestille sig, at man arbejdede på at forringe betalingsfrister for kunder og forbedre sine egne. Dette kan dog på den lange bane få negative konsekvenser.

En anden grund til at en forbedret profitabilitet er et godt værktøj er, at det er meget målbart. Brigl finder i sit studie, at forbedringer i profitabilitet er den metode, hvorpå man med størst sikkerhed kan henføre forbedringen direkte værdiskabelsen<sup>45</sup>.

- *Minimer omkostninger*

En reduktion af omkostninger i virksomheder vil føre til en værdiskabelse, jf. både Butler og Smith<sup>46</sup>. Der bliver her peget på tiltag som at outsource, hvor det er ladsiggørligt for at mindske omkostninger, og derigennem forbedre Cash flowet, som fører til forbedret EBITDA. Derudover kan der foretages omkostningsanalyser, hvorfra man kan danne sig et overblik over sine omkostninger (overheads)<sup>47</sup> og herfra identificere områder hvor der er tildelt for mange ressourcer, og dermed er mulighed for nedskæring af omkostninger. Dette kan f.eks. være

---

<sup>43</sup> PWC (2015)

<sup>44</sup> PWC (2015)

<sup>45</sup> BCG (2012)

<sup>46</sup> Butler (2001) og Smith (1990)

<sup>47</sup> Andersen & Rohde (2012)



lønomkostninger. Det kan også være at ressourcer gør større gavn i nogle afdelinger fremfor andre, hvorfor omstruktureringer kan være relevante.

Forbedringer i produktionen kan også medføre en omkostningsminimering.

Muligheden for at eksekvere de fleste af disse tiltag vil dog afhænge af, hvorvidt der er adgang til de indirekte drivers, som skal til for at kunne gennemføre dette. Eksempelvis, vil de fleste optimeringsopgaver, hvad enten det er af produktionen eller forbedring af identifikation af overheads kræve, at der er adgang til enten ekspertise internt i PE-fonden eller, at der er adgang til kapital, hvorfra konsulenter kan kortlægge disse optimeringer og derefter adgang kapital til at optimere produktion – f.eks. ved indkøb af nye maskiner eller lign.

## Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen på en virksomhed kan have en effekt på virksomhedens værdisætning, og har derfor også historisk været et centralt værktøj for PE-fonde i deres investeringer. Værdien i at forandre et selskabs kapitalstruktur kan ligge i at optage gæld, altså øge gearingen af virksomheden, da omkostninger i forbindelse med gæld – renter – er fradragsberettiget modsat egenkapital, som ikke er fradragsberettiget. Af den årsag kan der for virksomheder være et incitament for at øge gearingen for at opnå disse fradrag, dette er også kaldet for et *skatteskjold*. Miller og Modigliani (1963), opsætter følgende formel for dette:

$$PV_{Tax\ Shield} = \frac{t * D * r_d}{R_f}$$

Her angiver "t" skattesatsen, "d" angiver den nettorentebærende gæld, " $r_d$ " angiver renten og  $R_f$  angiver risikofri rente.

Teorien er, at øget gearing fører til forøget forventet afkast for ejere. Dette sker fordi en højere gældsætning reducerer kapitalomkostningerne.

Empiri på området viser også, at det er et ganske udbredt for PE-fonde at opkøbe sine porteføljevirkomheder med optagelse af stor andel gæld. Thomsen og Vinten (2008) finder via et

studie foretaget af Kaplan fra 2007, at PE-fonde finansierede sine buyouts med 70-85% gæld og den resterende del egenkapital.

Man kan ud fra denne information stille spørgsmålet om en så høj gældsætning af investeringen kan medføre en skepsis hos långivere og dermed også høje renter på finansieringen. Des højere gælden på en investering er, des mere af risikoen tildeles kreditorerne<sup>48</sup>.

Det issue berøres også af Berg & Gottschalg<sup>49</sup>, som konkluderer at PE-fondene ofte har en god Track Record ift. sine investeringer og ift. at sammensætte investeringen med høj gæld, hvorfor der findes en tiltro til PE-fondene, og at det dermed er muligt for dem at få adgang til kapital til investeringer. Derudover, er det også i PE-fondens interesse, at have så store afdrag som muligt, hvorfor kreditorerne sikres en hurtig tilbagebetaling.

Man kan undres over, at denne kapitalstruktur ikke allerede finder sted i porteføljevirksohmheden inden buyout, hvis denne kapitalstruktur er værdiskabende. Den første del af forklaringen på dette ligger i - med henvisning til tidligere afsnit om selektion - den selektion som foregår forud for buyout.

En vigtig del af Due Diligence for kapitalfonde er at sikre, at de har mulighed for at benytte de redskaber de har – herunder ændring af kapitalstruktur.

En anden del af forklaringen kan være, at ejerskabet pre-buyout har en anden risikoprofil end PE-fonden har. Det er ikke sikkert, at en familieejet virksomhed har lyst til at geare sin forretning i samme omfang som en PE-fond har. Den universelle optimale kapitalstruktur findes altså ikke<sup>50</sup>.

På trods af de ovennævnte fordele, er kapitalstruktur og herunder gearing, blevet en mindre og mindre del af værdiskabelsen i porteføljevirksohmheder over tid. Denne udvikling blev nævnt i afsnittet *Værdiskabelse i kapitalfonde*. Fra at have udgjort over halvdelen af værdiskabelsen i targetselskaber tilbage i PE-fondenes begyndelse til i 2012 til kun at udgøre 13%.

Det kan være et udtryk for, at kapitalstruktur generelt i virksomheder har fået større fokus, hvorfor der ikke i dag er lige så meget værdi at hente i ændring af kapitalstruktur.

---

<sup>48</sup> Møller og Parum

<sup>49</sup> Berg og Gottschalg (2003)

<sup>50</sup> Plenborg, Kinserdal og Petersen (2017)

Ændringer i kapitalstrukturen kan ifølge teoretikere også have indflydelse på indirekte drivers, såsom "agency cost". Dette vil blive undersøgt i et senere afsnit.

## Indirekte operationelle value drivers

Dette afsnit vil omhandle de indirekte value drivers. Fokus på analysen af de forskellige indirekte værdiskabende drivers vil være på, hvordan de hver især influerer på de direkte drivere og derigennem skaber værdi for porteføljevirksohmhederne. Samspillet mellem de enkelte direkte og indirekte drivere vil analyseres med udgangspunkt i teori på de enkelte områder.

De indirekte drivere bliver inddelt i to forskellige kategorier. Dem der tilhører de ejerskabsmæssige fordele. Altså fordelene ved at have en kapitalfond i ryggen. Den anden kategori er governance, og de konkurrencemæssige fordele og værdiskabelse man kan skabe gennem disse drivere.

## Ejerskabsfordele

Karakteristikken af denne type fordele, er de fordele som et targetselskab kan drage af at være ejet af en kapitalfond. Det vil altså sige, hvilke kapabiliteter som en kapitalfond besidder, og hvordan den ud fra disse kan styrke sine porteføljeselskaber, og deres performance.

De forskellige drivere er tidligere blevet gennemgået kort, men det indbefatter blandt andet, at PE-fonden som ejer kan tilbyde en større tilgængelighed af kapital, som kan være nødvendig for at skabe en konkurrencemæssig fordel i markedet. Det kan også være adgangen til eksperter til penetrering af nye markeder, eller evnen til at indføre en ny kultur i targetselskaberne.

Ud fra inddelingen tidligere i opgaven af drivers, er de indirekte drivers, som hører under ejerskabsfordele bestemt til at være følgende: *Kapital, Netværk, kultur, investeringshorisont og erfaring*

- *Kapital*

Adgangen til kapital kan være nødvendig for en virksomhed i forbindelse med værdiskabelse.

Dette kan for mange unoterede virksomheder være en stor udfordring, da de enten ikke har ejere

med tilstrækkelig kapital eller den nødvendige tiltro fra banker og andre långivere. Dette er, som det også blev kort forklaret i afsnittet om kapitalstruktur, ikke tilfældet for kapitalfonde, som har adgang til store mængder kapital<sup>51</sup>. En anden udfordring for mindre unoterede virksomheder kan være, at ejerskabet i disse virksomheder ikke ønsker at skaffe kapital ved at afgive ejerandel.<sup>52</sup> For noterede virksomheder peger Spliid på, at det kan være et problem at skaffe kapital gennem emissioner, da det forringer eksisterende ejeres ejerandel, og at det derudover kan være en lang proces, hvilket en undersøgelse af Axcel også påpeger<sup>53</sup>.

For porteføljeselskaberne giver den nemmere adgang til kapital en agilitet<sup>54</sup>, da de kan udvide løbende efter behov. Porteføljeselskaberne behøver ikke en lang forberedelsestid eller planlægning for at kunne eksekvere på en investering, som kræver kapital. Her har porteføljeselskaber en konkurrencemæssig fordel. Porteføljeselskaberne behøver heller ikke bruge kapacitet på at finde finansiering til en investering, hvilket også kan tage fokus og ressourcer fra virksomhedens andre områder.

Det kan derfor vurderes, at adgangen til kapital har en central indflydelse på mulighederne for vækst i en virksomhed. Dermed gør det det også nemmere at fastlægge nye strategier, hvad enten man vil penetrere nye markeder, investere i nye maskiner for at omkostningsminimere, eller man vil investere i RD for at kunne tilbyde nye produkter.

Derfor vurderes adgangen til kapital også generelt at være helt central i værdiskabelse i targetselskaber.

- *Netværk*

En kilde til værdiskabelse i selskaber under PE-ejerskab er også det netværk PE-fonden kan tilbyde porteføljeselskaberne<sup>55</sup>. Adgangen til PE-fondes netværk kan være vigtigt, når porteføljeselskaber skal vækste og derigennem skabe værdi.

---

<sup>51</sup> Kinninen (2019)

<sup>52</sup> Spliid (2007)

<sup>53</sup> Axcel (2006)

<sup>54</sup> Gong & Wu (2011)

<sup>55</sup> Berg and Gottschalg (2005)

Typisk vil kapitalfonde gennem sin selektionsproces sikre, at de har mulighed for at hjælpe en virksomhed i den branche de investerer i.

PE-fondes netværk er en central kilde til værdiskabelse, når der er behov branchekspertise<sup>56</sup>. Dette kan være hvis et targetselskab ønsker at udvide til et nyt markedet – det værende både geografisk eller ved udbydelse af nye produkter.

Dette bliver også beskrevet af Baker, Filbeck og Kiymaz<sup>57</sup>, som på baggrund af en række studier beskriver kapitalfondenes brug af sit professionelle netværk:

*“Once making the investments, the PE firms uses its professional network of head hunters, patent lawyers, and investment bankers to help their target company succeed (Sahlman 1990)”*

Ligeledes beskrives det, at PE-fonde i meget høj grad bestemmer, hvilke selskaber og brancher de investerer i, ud fra hvilket professionelt netværk de har, og at dette ofte kan veje tungere i en investeringsbeslutning, end om der er mulighed for at skrue på nogle finansielle redskaber. Dette stemmer godt overens med den tidligere fundet betragtning af værdiskabelse, hvor EBITDA er den største værdi driver, og at den største del af vækst i EBITDA findes gennem øget omsætning.

På baggrund af at EBITDA er den største driver til værdiskabelse, kan det derfor også være mere værdiskabende at udvide en forretning til nye geografiske markeder eller nye produktmarkeder, hvorfra omsætningen kan øges, end at øge gearingen for en virksomhed. I den henseende har Baker, Filbeck og Kiymaz ret i deres betragtning af at et professionelt netværk er vigtigere, end muligheden for at geare en targetvirksomhed - for kapitalfonden, når den skal selekttere hvilken virksomhed den skal investere i.

Agentomkostninger kan også mindskes ved et godt netværk, da netværket og kapitalfondene ofte har et forhold, hvor de stoler på hinanden, og hvor de også kan have aftaler med

---

<sup>56</sup> Berg and Gottschalg (2005)

<sup>57</sup> Baker, Filbeck and Kiymaz

konsulentfirmaer, som kan skaffe en billigere aftale end andre enkeltstående virksomheder i markedet.<sup>58</sup>

Derfor gavner et godt netværk specielt mindre targetvirksomheder, som på egen hånd muligvis ikke har den nødvendige kapital til at ansætte konsulenter til en opgave, eller ikke har ressourcerne internt.

- *Kultur*

Gennem sit aktive medejerskab kan PE-fonde påvirke og ændre den eksisterende kultur i porteføljeselskaberne. Det kan gøres gennem udskiftning af ledelsen eller dele af den, og derfra ændre kulturen ned gennem organisationen. Dette beskrives af Berg og Gottschalg, som mener at kapitalfondene har succes med at ændre kulturen til være mere "entrepreneurial".

En rapport fra PWC<sup>59</sup>, omkring kapitalfondes muligheder for at gøre "kultur" til en value driver, gennemgår også de muligheder en PE-fond har for at skabe værdi gennem kultur, men at det ofte er en meget svær øvelse:

*"Culture has also tended to be seen as overly complex and difficult to control. While PE buyers know well the financials and cost saving potential, they can find it tricky to put hard numbers on culture or have little experience with positively influencing it."*

Hvor meget der kan forbedres vha. kulturelle forandringer afhænger også af, hvilken tilstand det selskab, kapitalfonden investerer i, er i<sup>60</sup>.

Det afhænger blandt andet af størrelsen på virksomheden. Er det en virksomhed med en stor organisation er det sværere at gennemføre en kulturændring ift. en mindre virksomhed, hvilket kan være baggrunden for ovenstående citat. Det er derfor mere attraktivt at gennemføre en kulturændring, hvis der synes behov for det, i mindre virksomheder, da der her er større sandsynlighed for værdiskabelse.

---

<sup>58</sup> Baker, Filbeck and Kiyamaz (2015)

<sup>59</sup> PWC, Dixon and Moore

<sup>60</sup> BCG (2012)

- *Erfaring*

Værdiskabelse gennem erfaring fra tidligere investeringer kan i nogen grad godt overlappe med value driveren "Netværk". Ligeledes gælder det under denne value driver, at der kan skabes værdi ved at have et indgående kendskab til en specifik branche, hvorfor man kan skabe en konkurrencemæssig fordel. Oparbejdelsen af branchekendskab bygger på, at der for en kapitalfond bliver investeret i et bestemt segment af virksomheder, som på den ene eller anden vis overlapper. PE-fondene kan gennem sine investeringer implementere de tiltag, som har været succesfulde i tidligere investeringer, i den nye investering<sup>61</sup>

Dette giver ikke kun porteføljevirkomhederne en fordel, men giver også de involverede generel partners en langsigtet fordel. De kan gennem deres investeringer opbygge et netværk, som også i fremtidige investeringer kan være fordelagtig. Det kan både være ift. at kende de personer, som har et indgående kendskab til et givent marked og derigennem kunne headhunte de rigtige personer til investeringen.

- *Investeringshorisont*

Kapitalfonde bliver ofte kritiseret for kun at tænke kortsigtet, da deres investeringshorisont også er det. Princippet i denne betragtning bliver også bekræftet i en bog af Robert Spliid<sup>62</sup>, hvor han beskriver kapitalfondens tilgange til investeringer:

*"Kapitalfonden reagerer modsat, idet den typisk kun vil supportere en porteføljevirkomhed, der har udsigt til at blive en profitabel investering inden for kapitalfondens investeringshorisont" (Spliid, 2014)*

Spliid mener dog ikke, at behovet for at gøre porteføljevirkomhed profitabel eller forbedret indenfor investeringsperioden, som kan være 3-4 til 7-8 år, er et udtryk for et kortvarigt sigte. Hurtige resultater kan også være det, der skal til for at redde og styrke en virksomhed langsigtet. Daværende direktør og formand for DVCA, satte i et interview i april 2018 også ord på denne kritik<sup>63</sup>:

---

<sup>61</sup> Berg og Gottschalg (2005)

<sup>62</sup> Spliid (2014)

<sup>63</sup> Berlignske (2018)

*”For kapitalfondene handler det ikke bare om at købe lavt eller om at sælge dyrt, men derimod om at skabe langsigtet værdi”*

For kapitalfonde vil det heller ikke være profitabelt kun at tænke kortsigtet, da de virksomheder som opkøber porteføljeselskaber (second buyout) også er brancheeksperter, og igennem sin opbyggede erfaring vil kunne gennemskue, hvorvidt der er tale om kort- eller langsigtede perspektiver i en investering<sup>64</sup>.

## Governance

De redskaber som kan tages i brug, når der skal ændres i en virksomheds Corporate Governance, er typisk en ændring i ansvarsområder. Dette værende både ansvarsområder og ændringer i arbejdsgange for medarbejdere, men også for ledelsen (direktion og bestyrelse), med formodning om, at den nye sammensætning kan være værdiskabende for porteføljevirkomheden<sup>65</sup>. Der er dog ikke lavet særligt mange undersøgelser af ændring i Corporate Governance påvirkning af værdiskabelsen i virksomheder<sup>66</sup>. Dette pga. at det ofte kræver adgang til enten ledelse eller bestyrelser, som ofte ikke har interesse/ikke må deltage i disse undersøgelser.

Trods dette mener Wright<sup>67</sup>, at Corporate Governance ændringer er blandt de vigtigste instrumenter ift. værdiskabelse, hvorfor de forskellige Governance value drivers vil blive analyseret i dette afsnit.

- *Alignment af interesser*

Spliid har i sin undersøgelser fra 2014 interviewet tre ledelser i tre forskellige virksomheder, som alle var under kapitalfondsejerskab. I de foretagende interviews beskrives det på tværs af ledere, at der kan skabes værdi gennem en forandring af en organisation, så den bliver ”forsimplet” i den forstand, at alle arbejder for samme mål.

---

<sup>64</sup> Spliid (2014)

<sup>65</sup> Spliid (2014)

<sup>66</sup> Zattoni (2013)

<sup>67</sup> Wright (2001)



Desuden ønskede PE-fondene at mindske agentomkostninger gennem incitamentsprogrammer, som skulle motivere medarbejdere/ledelse. Spliid koncentrerer dog følgende gennem sine interviews:

*”Ledelserne mente ikke selv, at deres beslutninger var påvirket af incitamentsprogrammerne, og dermed rejstes tvivl om programmernes effekt.”*

Hvis incitamentsprogrammer ingen effekt har på ledelsens adfærd eroderer grundlaget for anvendelsen af disse, da incitamentsprogrammer netop har til formål at motivere ledelsen til at yde bedre og tage medejerskab i virksomheden, da de nu også er eksponeret overfor en mulig downside.

Trods udtagelserne fra de interviewede ledere i Spliids undersøgelse, finder andre teoretikere, at incitamentsprogrammer er et instrument, som ofte kan være værdiskabende for en virksomhed at benytte, da specielt driftseffektiviteten forøges, når ledelsen bliver introduceret for incitamentsprogrammer<sup>68</sup>.

Incitamentsprogrammer kan sammensættes på forskellige måder, men typiske kan være; 1: Cash Bonus, 2: Shares, 3: Stock options, 4: Warrants, 5: Stock appreciation rights<sup>69</sup>.

Der er fordele og ulemper ved hver især, men for kapitalfond kan det være fordelagtigt at benytte shares fremfor en kontant bonus, da ledelsen her, pga. betingelser i kontrakten, ofte ikke har mulighed for at foretage exit på sit incitamentsprogram før kapitalfonden foretager sit exit, hvorfor de i hele perioden arbejder med samme interesse som kapitalfonden.<sup>70</sup>

- *Øget kontrol*

Et videre formål med at indføre incitamentsprogrammer er, at der mellem PE-fonden og ledelsen dannes et ensrettet mindset, og at der derfor bliver arbejdet i samme retning<sup>71</sup>. Kapitalfondene bliver gennem sin repræsentation i bestyrelsen altså langt mere aktiv i den daglige drift, end en bestyrelse vil være i en noteret virksomhed:

---

<sup>68</sup> Smith, (1990)

<sup>69</sup> PWC (2016)

<sup>70</sup> Kaplan og Strömberg (2008)

<sup>71</sup> Kaplan og Strömberg (2008)

*" Private equity portfolio company boards are smaller than comparable public company boards and meet more frequently"*<sup>72</sup>

PE-fonde vil også forsøge at værdiskabe gennem sammensætning af den rette ledelse. Således er en PE-fond ofte meget hurtigere til at udskifte en ledelse, som ikke leverer tilfredsstillende for en kapitalfond. For noterede virksomheder kan der ofte være længere snor til en siddende ledelse, dette kan også være et udslag af, at der sjældent i noterede virksomheder er en majoritetsejer, hvorimod dette ofte er tilfældet for kapitalfonde, som dermed kan træffe beslutninger hurtigere og egenhændigt.<sup>73</sup>

Som aktivt bestyrelsesmedlem kan kapitalfonden i samarbejde med ledelsen lægge strategier. Den ledelse kan være valgt af kapitalfonden, som gennem sit netværk har været i stand til at rekruttere brancheeksperter. Den løbende kontrol af om strategier bliver overholdt, bliver nu i højere grad udført af den siddende ledelse, som gennem sine incitamentsprogrammer har en større interesse i at strategier bliver overholdt. Dette medvirker igen til en reducere af agentomkostninger.

- *Gearing*

Spliid 2014 henviser til et studie foretaget af (Jensen, 1986), som peger på, den høje gearing som kapitalfonden har foretaget i forbindelse med købet af targetvirksomheden vil øge presset på management i targetvirksomheden, som vil føre til en bedre performance. Jensen<sup>74</sup> mener, at management i en virksomhed er mere motiveret til at skabe forhøjet *free cash flow*, når den skal bruge cash flow til afdrag på gæld end, når den skal levere cash flow til en ejerkreds, da der er en større konkursrisiko ved en højere gearing, hvorfor medarbejdere er i større risiko for at miste deres job.

På den modsatte side vil forøget gearing medfører en forøgelse af den finansielle stress<sup>75</sup>. En virksomhed anses for at være finansielt stresset, når virksomheden er én af følgende to ting:

---

<sup>72</sup> Acharya and Kehoe, (2008) – fra Kaplan

<sup>73</sup> Kaplan og Strömberg (2008)

<sup>74</sup> Jensen (1986)

<sup>75</sup> Spliid (2014)

*“(i) Reasonably unlikely that the company will be able to pay all of its debts as they fall due and payable within the immediately ensuing six months, or*

*(ii) Reasonably likely that the company will become insolvent within the immediately ensuing six months.”*

De negative konsekvenser ved dette kan være, at leverandører mister tillid til virksomheden, og derfor ikke vil levere med kredit, eller slet ikke vil levere til virksomheden. Derudover kan kunder være bange for at købe produkter eller tjenesteydelser, som skal leveres på et senere tidspunkt, da de frygter for en konkurs. Dette vil gå ud over en virksomheds omsætning og derigennem EBITDA, og i sidste ende vil det være negativt for værdiskabelsen.

- *Struktur og procesoptimering*

Kaplan og Strömberg beskriver hvordan ejerskabet af en porteføljevirkksomhed typisk er, når en kapitalfond overtager en virksomhed. Ejerskabet består typisk af de aktive general partners, de mere tilbagetrukkede limited partners og så ledelsen. Dette er meget ofte en markant anderledes ejer- struktur end den porteføljeselskaberne har inden overtagelse. Som nævnt tidligere går den første tid med at lægge ny strategi for virksomheden og implementere denne. Det nævntes også i afsnittet omkring øget kontrol, at der er et tættere samarbejde mellem bestyrelse og ledelse. Denne struktur medfører også, at beslutningsprocessen bliver minimeret, hvilket kan give en konkurrencemæssig fordel ift. selskaber, som har en lign. beslutningsproces, som den porteføljeselskabet havde inden overtagelse.<sup>76</sup>

Derudover giver den hurtigere beslutningsproces også en konkurrencemæssig fordel ift. at ændre ledelsen, da beslutningskompetencen på det plan ofte kun er placeret hos kapitalfonden. Dermed kan der hurtigere rettes ind løbende, hvis der afviges fra strategier eller målsætninger.<sup>77</sup>

---

<sup>76</sup> (Kaplan, Strömberg (2008)

<sup>77</sup> Berg og Gottschalg (2005)

## Delkonklusion og opsummering - kvalitativ analyse

I den første del af analysen af Value Drivers blev det fastlagt, at man kan inddele værdiskabelse i tre forskellige kategorier. Det blev gennemgået hvordan *gearing* kan være værdiskabende, samt at det i dag udgør en mindre del af værdiskabelsen i porteføljeselskaber sammenlignet med i kapitalfondenes begyndelse i 80'erne. Værdiskaberen *multipl* blev gennemgået, og det at multiplers bidrag til værdiskabelse har været nogenlunde stabilt over tid.

Slutteligt blev *operationelle forbedringer* gennemgået, og det blev klart, at det i dag er den største bidragsyder til porteføljevirksoheders værdiskabelse. Dermed blev det også klarlagt, at det i dag kræver mere af en kapitalfond at skabe værdi i porteføljeselskaberne, da det ikke er nok blot at geare en virksomhed længere, men det kræver operationelle forbedringer, som er mere komplekse at gennemføre.

Af den årsag blev de operationelle value drivers yderligere analyseret. Dette skete først gennem en inddeling af hhv. direkte og indirekte value drivers, og herefter gennem en analyse af disse hver især. Der vil herunder følge konklusioner fra de forskellige value drivers:

Først startende med de *direkte value drivers*, opdelt i strategiske og Effektiviserings drivers.

| Direkte value drivers  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Value Driver           | Konklusioner                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Strategi</b>        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Vækst                  | Vækst for porteføljeselskaberne sker ofte gennem ekspansion. Dette værende gennem investeringer i nye, produkter, i udvikling (RD) eller gennem geografisk ekspansion. Det ønskes igennem dette, at opnå en større omsætning, som skal føre til en højere EBITDA, da det er den største bidragsyder til værdiskabelse. Meget central for PE-fond                              |
| Fokusering             | Strategisk refokusering, sker for porteføljeselskaber ved ændringer i selskabets organisation eller produkter. Dette kan ske gennem frasalg af produkter som er urentable, eller gennem frasalg af hele virksomhedsdele, som ikke har med porteføljeselskabets kerneforretning at gøre. Dette er isært vigtigt i forbindelse med turn-around af porteføljeselskaber.          |
| Konsolidering          | Konsolidering er en strategi, som bruges når der er behov for at porteføljevirkomheden sikre sin position i markedet. Konsolidering sker f.eks. Gennem opkøb af konkurrenter, eller gennem opkøb af leverandører. Konsolidering gennem opkøb kræver dog at porteføljeselskabet har adgang til kapital.                                                                        |
| <b>Effektivisering</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Minimer kapitalbinding | Kapitalfonde udfører ofte aktiv kontrol af arbejdskapital, der kan minimere selskabets kapitalbindinger, og dermed forbedre likviditeten i porteføljeselskabet. Forbedringen sker gennem et mindre tab på debitorer og at renteomkostninger kan minimeres. Desuden kan det medføre mindre nedskrivninger på lager. Det er et fint instrument for PE-fonde, men ikke afgørende |
| Minimer omkostninger   | Gennem gennemarbejdede analyser, kan der ofte reduceres i omkostningerne i selskaberne. Dette kan ske gennem overheads analyser, hvorfra det kan analyseres om visse områder i virksomheden har fået allokeret for mange ressourcer. Dette kan tilpasses på baggrund af analyserne. Upsiden ved dette er selvfølgelig størst ved virksomheder, som ikke er effektivt drevet.  |
| <b>Kapitalstruktur</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Benyt skatteskjold     | Gennem øget gearing opnås der større skatteskjold på virksomhedens rentebetalinger, som dermed kan være værdiskabende for virksomheden. Udnyttelse af en højere skatteskjold er dog mere et finansielt instrument til værdiskabelse end andet, hvorfor det ikke kan anses som værende medvirkende til operationel værdiskabelse.                                              |

Kilde: Egen tilvirkning. Baseret på baggrund af afsnit om direkte Value Drivers.

Der vil nu følge en opsummering af de indirekte operationelle value drivers.

Opsummering vil være opdelt i de indirekte value drivers som kan linkes til "ejerskabet" og de som kan linkes til "governance".

Først følger opsummeringen af ejerskabsbaseret value drivers:

| Indirekte value drivers |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Value Driver            | Konklusioner                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Ejerskab</b>         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Kapital                 | Fælles for kapitalfonde er ofte, at de har adgang til store mængder kapital. Dette giver en stor konkurrencemæssig fordel, da porteføljeselskaberne derigennem har råd til at værdiskabe gennem opkøb eller anden ekspansion. Dette forkorter også porteføljeselskabernes beslutningsprocesser. Adgang til kapital anses for at være en nøgledriver for værdiskabelse.               |
| Netværk                 | I forbindelse med overtagelse af targetvirksomheder benytter PE-fonde ofte sit professionelle netværk. Dette gøres for at tiltrække brancheeksperter, som kan give porteføljevirkomheden en konkurrencemæssig fordel, og derigennem være værdiskabende. På grund af den vigtige placering i porteføljeselskaberne som de rekrutterede har, er dette en vital ressource for PE-fonde. |
| Kultur                  | Efter et overtagelse fra en kapitalfond, kan der i targetvirksomhederne ofte opstå en "entrepreneurial" kultur, hvilket kan medføre værdiskabelse.<br>Hvor meget den kulturelle forandring bidrager til værdiskabelse afhænger meget af virksomhedens størrelse. Det er nemmere at implementere ny kultur i mindre organisationer.                                                   |
| Erfaring                | Erfaring som value driver kan godt komme til at overlappe med value driveren "netværk". Gennem erfaring fra tidligere investeringer kan kapitalfonden opbygge et større og bedre netværk, hvorfra de i fremtiden kan rekruttere højere kvalificeret arbejde og flere brancheeksperter. Derfor er erfaring en meget vigtig del af værdiskabelsen.                                     |
| Investeringshorisont    | At kapitalfondene har en begrænset investeringshorisont kan være medvirkende til operationel værdiskabelse, da der relativt hurtigt under ejerskabsperiode forlanges forbedret resultater.<br><br>Dette kan også medvirke til at bestyrelsen er konstant fokuseret på, at de gældende strategier overholdes.                                                                         |

Kilde: Egen tilvirkning. Baseret på baggrund af afsnit om direkte indirekte Value Drivers.

På næste side er en opsummering indirekte value drivers under Governance:

| Gorvernance            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Allignment             | <p>Allignment i porteføljeselskaber mellem det nye ejerskab og direktionen, kan ske gennem at direktion tager medejerskab på den ene eller anden måde. Således at alle arbejde i samme retning</p> <p>Dette skal gerne føre til reduktion i agentomkostninger, hvorfor det er en bidragsyder til operationel værdiskabelse.</p> |
| Kontrol                | <p>Gennem et tættere samarbejde mellem direktion og bestyrelse er der ofte en større enighed mellem bestyrelse og direktion hvorfor beslutningsprocesser også forkortes.</p> <p>Det tættere samarbejde gør også, at bestyrelse hurtigere kan udskifte direktionsmedlemmer, hvis det er nødvendigt.</p>                          |
| Gearing                | <p>Gennem forhøjet gearing kan performance ift. Det frie cash flow forbedres, FCF nu skal bruges til at afdrage på gæld og ikke udbetales til ejere. Dette bunder i en større frygt for konkurs.</p> <p>Gennem sin medvirken til forbedret cash flows kan gearing være operationelt værdiskabende.</p>                          |
| Struktur og procesopt. | <p>Efter overtagelse af en targetvirksomhed opstår en ny ejerskstruktur. Ejerstrukturen forbinder nu direktion og ejerkreds tættere, hvorfor beslutningsprocesserne optimeres.</p> <p>Dette kan give konkurrencemæssige fordele, da der vil være en kortere reaktionstid fra bestyrelse, hvis noget skal tilrettes.</p>         |

Kilde: Egen tilvirkning. Baseret på baggrund af afsnit om direkte indirekte Value Drivers.

Det kan på baggrund af analysen konkluderes, at mange forskellige faktorer influere på den operationelle værdiskabelse i porteføljeselskaber. De direkte metoder til at påvirke operationel værdiskabelse er gennem instrumenterne: vækst, fokusering, konsolidering, minimering af kapitalbindinger, minimering af omkostninger og gennem benyttelse af skatteskjold.

Afhængigt af den specifikke investering, er der forskelligt potentiale for hvert af disse instrumenter. Med afsæt i operationel værdiskabelses største kilde er EBITDA, og at den største kilde til EBITDA er omsætning, er det sådan, at den generelt største value driver til værdiskabelse er vækst, da ekspansion er den metode som oftest vækster omsætningen mest.

Derudover kan man specifikt inddele minimering af omkostninger og fokusering til at være instrumenter, som benyttes ved turn-arounds. I disse sager vil de instrumenter have den største operationelle værdi.

Det svært direkte at fordele de resterende instrumenter til generelle cases. Hvilke value drivers, som vil have den største effekt på en porteføljevirkksomhed vil være utrolig individuel og afhænge af virksomhedens tilstand, samt hvordan virksomheden står i markedet.

Oftest vil kapitalfonde dog have mulighed for at optimere en porteføljevirkksomhed gennem sin forretningsmodel. Ved fornyelse af porteføljevirksomhedens Governance kan der opstå et tættere samarbejde mellem direktion og ledelse, som vil have indvirkning på beslutnings- og arbejdsprocesser, som indirekte vil være værdiskabende.

Det samme gør sig gældende gennem, når det kommer til kapitalfondenes adgang til kapital og erfaring, som kan være værdiskabende for langt de fleste virksomheder. Disse value drivers kan også være afgørende for at tiltrække de rigtige medarbejdere til en given porteføljevirkksomhed. Rekruttering af det rette personale har også indflydelse på kulturen i en virksomhed, som vil være indirekte værdiskabende. Hvor værdiskabende disse indirekte instrumenter er, afhænger igen af den situation det givne selskab er i.

Hvad der er fælles for alle de investeringer, som en PE-fond foretager er, at der skal være mulighed for at rykke på nogle af parametrene. Hvis der ikke findes muligheder for at optimere på nogle af de forskellige value drivers, eroderer værdiskabespotentialet, og dermed har selektionsprocessen fejlet.

En gennemgang af de forskellige value drivers, direkte som indirekte, er nu foretaget, og deres indvirkning på hinanden, samt hvordan de kan anvendes, i forskellige situationer er blevet analyseret.

Derudover er det blevet analyseret, hvordan de forskellige value drivers kan bidrage til operationel værdiskabelse, hvorfor dette er tilfældet. Slutteligt blev analyseret i hvilke situationer de forskellige redskaber har sin største værdi ift. operationel værdiskabelse.



## PE-instrumenters vedvarende effekt

Dette afsnittet vil omhandle en mindre diskussion af, hvorvidt de forskellige value drivers vurderes at have kort-varig eller lang-varig indflydelse på en porteføljevirksohmheds performance.

Diskussionen findes relevant, da den senere kvantitative undersøgelse har til formål at konkludere, om der har været operationelle forbedringer af langvarig karakter i det undersøgte porteføljeselskaber.

Startende med de direkte value drivers må det vurderes, at tiltag som vil ændre disse, er af så stor betydning, at de stadig vil have en effekt op en virksomheds performance flere år efter beslutningen er taget. Dermed vil de også have en indflydelse i tiden efter en IPO. En strategisk ændring, såsom en refokusering, må antages for at have længerevarende positive effekter, hvis den altså er vellykket. En vellykket refokusering må antages at have længerevarende indvirkning på en virksomhed, da en strategi om fokus på nye områder ofte er baseret på store investeringer. Det kan være en indtræden på et nyt marked, hvorfra virksomheden nu står styrket overfor sine konkurrenter. Det kan også være gennem udvikling af nye produkter, hvorfra virksomheden har indtrådt på et nyt markedet, eller gennem frasalg af de urentable dele af virksomheden, og derefter forstærket sit fokus på kerneforretningen. Fælles for disse ændringer er, at konsekvenserne af disse stiller virksomheden bedre overfor konkurrenterne, og at de fordele som virksomheden har opnået, ved vellykket at implementere disse strategier, er af længerevarende karakter, hvorfor de forventes at have en længerevarende indvirkning af porteføljeselskabets operationelle performance.

Modsat må det forventes, at langt de fleste ændringer i de indirekte value drivers vil have en kortvarig indflydelse på operationel performance. Dette bunder i, at de indirekte value drivers er meget afhængige af, hvilke redskaber den siddende ejer har. Eksempelvis porteføljeselskabets adgang til kapital efter IPO afhængig helt af de nye ejere, og ikke længere kapitalfonden. Noget der kan formodes at have lidt længere påvirkning af virksomheden, er den kultur som kapitalfonden har skabt. Med det for øje, at hvis kapitalfonden kan skabe en ny kultur meget hurtigt, kan den også forsvinde hurtigt, men muligheden for at bevare kulturen fra kapitalfonden på længere basis er mulig.

# Kvantitativ analyse

Den kvantitative analyse vil nu blive foretaget med det formål at afklare, hvordan den operationelle værdiskabelse har været i targetselskaberne i tiden efter exit fra en kapitalfond – altså efter IPO.

Dette skal være med til at supplere den kvalitative analyse og diskussion som har været foretaget, og derfra give et stærkere fundament til en egentlig konklusion på, hvordan porteføljeselskaber langvarigt performer operationelt oven på et PE-ejerskab.

## Beskrivelse af den kvantitative analyse

Den kvalitative analyse belyste, hvordan de forskellige redskaber en kapitalfond besidder kan influere på et selskabs operationelle performance, og hvordan disse redskaber benyttes før en IPO af en porteføljevirkksomhed. Den nu følgende analyse vil byde på en kvantitativ analyse, hvor en test skal belyse udviklingen i de forskellige parametre, som bestemmer den operationelle udvikling.

Afsnittet vil starte med en forklaring af datagrundlaget for testen. Der kommer en gennemgang af, hvorfra og hvordan data er indsamlet, og hvilke kriterier som er opsat i forbindelse med udvælgelsen af den bedst mulige sample. Samtidigt vil testperioden for virksomhederne forklares. Desuden vil de bias, som der kan være i forbindelse med sammenligning af regnskabstal blive gennemgået.

Herefter vil valget af de forskellige testområder blive gennemgået i sammenhæng med en begrundelse af, hvorfor disse regnskabsparametre er udvalgt. Nøgletallene som skal danne forklaringen på de forskellige parametre bliver herefter forklaret, og baggrunden for valget af disse. Herefter bliver regnemetoderne til beregningen af de udvalgte performancemål gennemgået sammen med matematikken bag peer-justering.

Slutteligt bliver Wilcoxon Rank test gennemgået, som følger til at kunne opstille hypoteserne i Wilcoxon testen.

Herefter vil resultaterne af testen blive præsenteret og diskuteret.

## Datagrundlaget for analysen

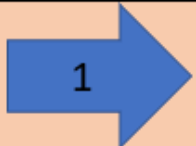
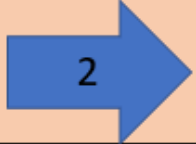
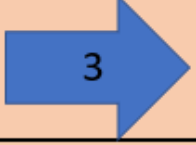
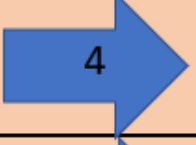
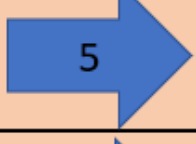
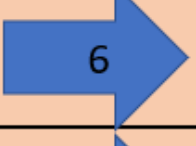
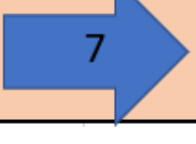
Formålet med dette afsnit er at give et indblik i den behandling af data, som har været foretaget i forbindelse med selektionen af datagrundlaget i Wilcoxon testen. Der startes med en gennemgang og argumentation af den metode, der har været anvendt og de kriterier som er opstillet i forbindelse med dataindsamlingen. Herefter vil de mulige svagheder ved blive analyseret samt muligheden for bias i data.

## Sample

Samplen bygger på regnskabsdata indhentet fra virksomheder som blev noteret i Norden (Norge, Sverige, Finland og Danmark). Noteringen skal være sket i perioden 2001-2016. Identifikationen af data er sket gennem udtræk på Bloomberg, Compustat og årsrapporter. Den udvalgte testperiode er valgt på baggrund af tilgængelighed, der er fundet problemer med at indhente tilstrækkelig data før år 2001. Det vurderes, at perioden er tilstrækkelig – specielt set ift. udviklingen for værdiskabelse i kapitalfonde jf. afsnittet om *værdiskabelse i kapitalfonde*, hvor undersøgelser viste, at operationel værdiskabelse fylder langt mere af den samlede værdiskabelse i dag, end det gjorde i 80'erne og 90'erne. Derudover kunne det i afsnittet omkring *kapitalfondenes historiske udvikling*, også konkluderes, at der først fra start 00'erne skete en voldsom vækst i PE-fonde i Norden, og derfor først derfra var noget, der minder om omfanget af kapitalfonde, som der eksisterer i dag. Som udgangspunkt skulle det være et kriterie, at regnskabsdata 3 år efter IPO skulle være tilgængeligt, men det har vist sig, at det ville mindske samplen til et uønsket niveau, hvorfor dette ikke er et krav. Dette har betydet, at det har været muligt at inkludere IPO's fra 2016, så samplen kunne blive større. Desuden giver det et så nutidigt et datasæt som muligt, og det bliver derved således så relevant og up to date som muligt.

Der blev opstillet 7 kriterier i forbindelse med selektionen af regnskabsdata til datasættet. De 7 kriterier er opstillet grafisk på næste side:

### Kriterier i forbindelse med udvælgelsen af datagrundlag

|                                                                                     |                                                                                                                              |
|-------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|    | * IPO af porteføljeselskab skal være sket mellem år 2001-2016.                                                               |
|    | * IPO skal være sket på en nordisk børs                                                                                      |
|    | * De enkelte selskaber må kun være noteret på nordisk børs                                                                   |
|    | * Selskabet skal være noteret i hele testperioden.                                                                           |
|   | * PE-fonden skal være ejer af porteføljeselskab når det IPO's. Derudover skal det være medlem af DVCA, SVCA, NVCA eller FVCA |
|  | * PE-fonden skal være majoritetsejer ved IPO                                                                                 |
|  | * Regnskabsdata skal være tilgængeligt året før IPO samt minimum 1 år efter                                                  |

Kilde: Egen tilvirkning

Som det kan aflæses, og som det blev gennemgået, skal IPO altså være fundet sted mellem 2001 og 2016. Desuden skal det være sket på en børs i Norden. Det vurderes, at der ikke er behov for at skelne mellem noteringer i de forskellige lande, da de nordiske lande er meget sammenlignelige. Tredje kriterie er, at de selskaberne kun må være noteret på en børs i Norden. Dette gøres for at sikre, at de ikke har været noteret andetsteds først, og at det derfor kunne mudre datagrundlaget, med både at indeholder tidligere noteret og unoteret virksomheder. Ved at afgrænse sig fra dette sikres det, at data i højere grad er sammenlignelig.

Desuden skal selskabet være noteret i hele testperioden. Dette gøres af samme grund som foregående kriterie. Data vil ikke være valide, hvis regnskabstal fra under en notering samt efter en afnotering bliver sammenlignet.

Der har været lidt problemer med at bestemme, hvornår en IPO var PE-backed, og hvornår den var VC-backed. Dette bliver også diskuteret af Levis<sup>78</sup>, som kommer frem til at det kan være svært at skelne mellem de to former.

Derfor er der truffet det valg, at det er et kriterie, at porteføljevirksohmheden skal være IPO'et af et medlem af en af de nordiske Private Equity foreninger. Det er FVCA fra Finland, NVCA fra Norge, SVCA fra Sverige og DVCA fra Danmark. Medlemmer af disse foreninger bestemmes i denne afhandling til at være PE-fonde. VC-backed IPO's er altså ikke en del af samplen, hvilket vil blive berørt igen senere i forbindelse forklaring af selektionen til samplen.

Næste kriterie er, at kapitalfonden skal være majoritetsejer i forbindelse med IPO. Dette anses for at være et meget centralt kriterie, da det er helt centralt for at kunne måle om en kapitalfond gør noget forskelligt fra ikke-kapitalfondsejede backed virksomheder.

Baggrunden for dette kan blandt andet findes i den kvalitative analyse, som omhandlede en kapitalfonds mulighed for at styre en porteføljevirksohmheds strategi, udvikling og anvendelse af forskellige instrumenter, for derigennem at påvirke udviklingen i den operationelle performance i årene op til børsnoteringen. Hvis kapitalfonden ikke har været majoritetsejer kan udviklingen i operationel performance ikke direkte henføres til kapitalfondens metodikker og tilgange. Samtidigt kan det heller ikke sikres, at det er kapitalfonden, som har været beslutningstager i årene op til IPO.

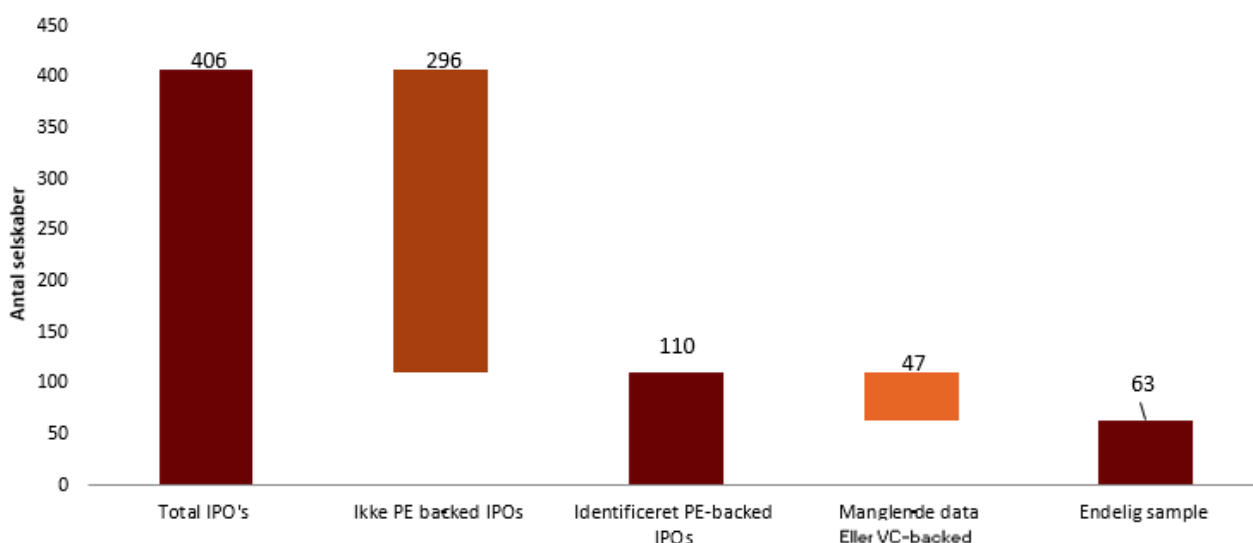
Slutteligt opsættes kriteriet, at nødvendige data, i form af regnskabstal skal være tilgængeligt. Desuden gælder dette også tilgængelighed af ejerskabsandele, så det sikres at PE-fonden er majoritetsejer.

Udvælgelsesprocessen er illustreret på herunder:

---

<sup>78</sup> Levis (2011)

## Selektionsproces til sample



*Kilde: Egen tilvirkning*

På baggrund af de før skildret opstillede kriterier, er den ovenstående selektionsproces foretaget. Til start er der identificeret 406 IPO's i årene 2001 til 2016. De 406 noteringer er alle sket på nordiske børser.

Der er heraf identificeret 110 IPO's, hvor en kapitalfond var ejer op til IPO.

Heraf blev 47 selskaber siden frasorteret, da de enten var Venture-Capital-backed (VC-backed), eller da det ikke var muligt at indhente den nødvendige data. Dette værende enten ejerskabsandele eller regnskabsdata.

Den endelige sample ender altså med at blive udgjort af regnskabsdata fra 63 forskellige selskaber, som er blevet børsnoteret på nordiske børser i perioden 2001 til 2016.

Den næste del af analysen vil nu omhandle selve indsamlingen af data, og hvordan denne er blevet behandlet efterfølgende.

## Indsamling af data

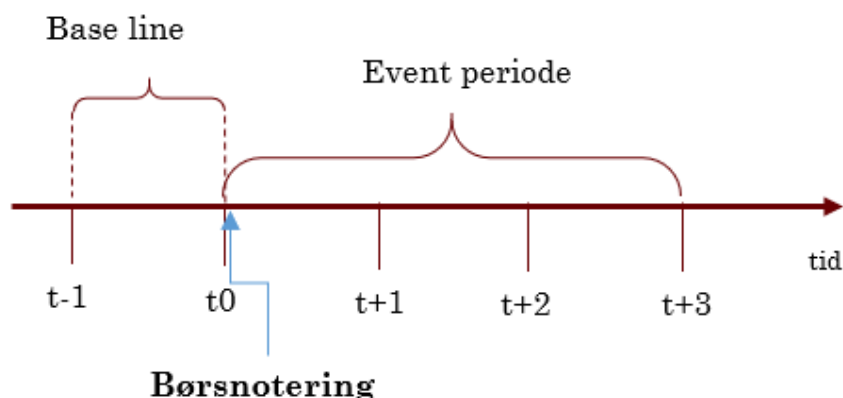
Indsamlingen af den nødvendige data fra regnskaber blev primært indhentet gennem Compustat, som er en database med finansielle markedsoplysninger. Det har haft fordele at benytte Compustat, da Compustat noterer ændringer i regnskabspraksis, og tager højde for dette. Derudover kan der også indsamles data, selvom en virksomhed har skiftet navn.

Hvis der var mangler i indsamlingen, er der indhentet regnskabstal gennem årsrapporter.

Hvilke årstal der er indhentet regnskabsdata fra er lidt forskellig. Nogle er der indhentet data fra for stort set hele testperioden 2001-2016. Generelt er der dog indhentet data i perioden ét år før notering til tre år efter. Perioden inden IPO bliver kaldet "t-1", hvor "t+1", "t+2" og "t+3" angiver perioden hhv. et, to og tre år efter børsnotering er foretaget.

Nedenunder følger en figur, som viser testperioden:

### Oversigt over testperiode



*Kilde: Egen tilvirkning*

Som det kan aflæses ovenover, bevæger selve testperioden sig over 5 regnskaber.

Derfor kunne man også tro, at baseline er baseret på både regnskab i t-1 og t0. Det skal her klargøres at base line udelukkende er baseret på regnskabet fra t-1. Dette er tilfældet fordi t0 er IPO år, hvorfor der sker ændringer i ejerskabsstrukturen, og det derfor ikke længere er muligt at konkludere at t0's regnskaber udelukkende bunder i beslutninger, der er taget af kapitalfonden. For at få et "rent" regnskab at sammenligne med, er t-1 base line regnskabet.

## Begrænsninger

Da der i samplen bliver sammenlignet regnskaber fra en række forskellige virksomheder, er der et par forskellige mulige bias, som man skal være opmærksom på. Eksempelvis er der mulighed for, at nogle af selskaberne aflægger regnskab efter Årsregnskabslovens eller andre nationale regnskabslove, mens andre virksomheder aflægger efter IFRS. Derfor er der mulighed for bias mellem de forskellige regnskaber, da de kan aflægge regnskab efter forskellige principper.

I denne opgaves, er der dog valgt ikke at tage højde for dette, da en stikprøve viste, at størstedelen af selskaberne aflægger regnskab efter IFRS, og der derfor er en vis ensretning på dette område. Det vurderes derfor, at det ikke skaber så meget støj at der skal tages højde for det.

Den største kilde til potentiel bias og regnskabsmæssig støj er, at der i datagrundlaget kan være diskrepans mellem benyttelsen af henholdsvis finansiell leasing og operationel leasing.

Forskellen mellem anvendelsen af de to leasingmetoder har direkte indflydelse på virksomhedernes resultater. Derfor er der risiko for, at der kan måles en forskel på to virksomheder i testen, som reelt skyldes en forskel i valg af anvendelse af leasingmetode.

Forskellen mellem de to leasingmetoder ligger i, at operationel leasing er indregnet som en direkte omkostning under driften, hvorimod finansiell leasing bliver indregnet på balancen, som et aktiv.

Konsekvensen af, at benytte operationel leasing fremfor finansiell leasing er, at operationelle parametre bliver påvirket negativt. Det vil altså sige, at hvis man har to virksomheder med et ens regnskab, men den ene benytter operationel leasing og den anden benytter finansiell, så vil den virksomhed der benytter operationel leasing få en lavere EBIT og EBITDA, og dermed ville det reducere de operationelle parametre.

I denne undersøgelse, er der valgt at se bort fra denne mulighed for regnskabsmæssig støj, da det ikke har været muligt at indhente informationer omkring regnskabspraksis på alle virksomheder, og dermed heller ikke kunne foretage en korrigerende af regnskaberne.

Slutteligt kan der på baggrund af beslutningen omkring defineringen af hvad "PE-baked IPO" i denne opgave er, kan der være udeladt IPO's, hvor der har siddet en kapitalfond som majoritetsejer. Dette mindsker samplen og samplens datagrundlag kan dermed være forringet i den forbindelse.



## Samplens karakteristik

I de følgende afsnit, vil der blive dannet et overblik over samplens indhold, for at danne et overblik over denne. Det vil ske ved hjælp af en gennemgang af datasættet – altså regnskabsdata fra de 63 selskaber samt informationer om landenes industri og geografi.

Først vil en illustration af få udvalgte nøgletal blive fremført. Dette gøres for at give en karakteristik af samplens virksomheder.

Det vil illustrativt vises, hvordan selskaberne som er blevet IPO'et er fordelt. Dette værende geografisk, hvor det vil blive illustreret hvor mange PE-backed børsnoteringer, som finder sted i hvert fald.?

Det vil også blive illustreret, hvor stor en andel af samplen som tilhører hvilke industrier.

På baggrund af de to illustrationer vil det blive analyseret og diskuteret, hvorfor fordelingen er således. Analysen og diskussionen af resultaterne vil tage udgangspunkt i, og blive sammenlignet med, større studier på dette område, men også på baggrund af ekspertudtagelser, som også kan være med til at forklare de forskellige tendenser, som muligvis bliver fundet i de to opgørelser.

## Karakteristik af regnskaber

Nedenfor er der listet et overblik over en mindre række udvalgte nøgletal for samplen, som giver et overblik over, hvordan den typiske størrelse på de analyserede virksomheder her:

### Nøgletal for datagrundlag

|        | Nøgletal t-1              |                         |                        |         |
|--------|---------------------------|-------------------------|------------------------|---------|
|        | Omsætning (millioner DKK) | Aktiver (millioner DKK) | EBITDA (millioner DKK) | Gearing |
| Median | 1266,491                  | 2073                    | 175                    | 47%     |

Kilde: Egen tilvirkning

Tallene i figuren ovenfor er mediantal for samplen. Medianen for omsætning er 1.266,491 millioner, eller cirka, 1,25 milliard danske kroner. Medianstørrelsen på samplen for aktiver er lidt over 2 milliarder, 2.073 millioner danske kroner. Størrelsen på medianen for hhv. omsætning og aktiver stemmer med den karakteristik af virksomheder, som er interessante for kapitalfonde at investere i, da virksomhederne her både har volumen til at blive noteret, men samtidigt stadig er af en størrelse, hvor der stadig har været mulighed for at ændre på en række processer og kultur og derigennem værdiskabe, hvilket kan være mere besværligt med større virksomheder – som tidligere nævnt i den kvalitative analyse.

En hurtig sammenligning mellem medianværdien af omsætningen og gennemsnitsomsætningen viser, at de virksomheder som har en omsætning større end medianen er gennemsnitligt større end de virksomheder, som har en mindre omsætning end medianen, er gennemsnitligt mindre end medianen. Den gennemsnitlige omsætning for samplen er 4.287,9 millioner danske kroner. I og med at medianværdien for omsætning er omkring 1,25 milliard, er det ikke overraskende at den gennemsnitlige omsætning er højere end medianen, da der oftest skal en omsætning af en vis omsætning til før en notering kan betale sig for en virksomhed, da der er en del omkostninger forbundet med noteringer. Derimod er der ikke noget loft for, hvor stor en virksomhed kan være, før det kan betale sig at notere sig.

Det skal dog noteres, at de præsenterede værdier er t-1 værdier, hvorfor der selvfølgelig kan være sket en udvikling frem mod t0 for omsætningen. Medianen for EBITDA er 175 millioner danske kroner.

På trods af at gearing ikke er en del af undersøgelsen i den kvantitative analyse, er den også taget med i overblikket over samplen, for at vise at virksomheder i samplen typisk har en høj gearing, hvilket stemmer godt overens med gennemgangen af gearing i den kvalitative analyse.

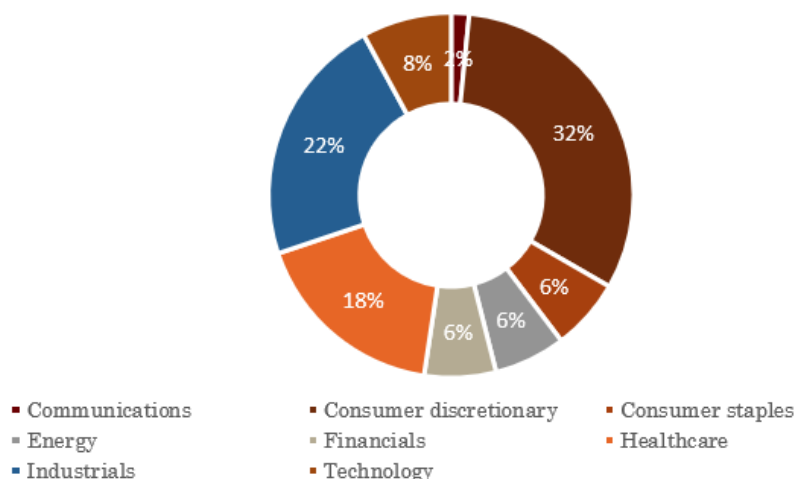
## Karakteristik af industri/sektorer

Afsnittet her har til formål at give et overblik over, hvilke sektorer som samplen indeholder og hvor stor en andel de udgør. De forskellige kategoriseringer af virksomhedernes industri/sector, er sket på baggrund af Bloombergs kategoriseringer af samplens virksomheder.

Nedenfor kan fordelingen af sektorer ses:

### Fordeling af IPO's på sektorer

Fordeling på sektorer



Kilde: Egen tilvirkning

Det kan af figuren aflæses, at kategoriseringen "Consumer discretionary", udgør den største sektor/industri. Industrien udgør 32% af samplen, hvilket svarer til 20 ud af 63 virksomheder. Dette stemmer godt overens med en, godt nok amerikansk, undersøgelse lavet af targetvirksomheders industrifordeling, hvor consumer drevet targetvirksomheder udgør den største andel<sup>79</sup>. Derudover udgør industrien "industrials" også en stor andel af samplen med 14 ud af 63 virksomheder, svarende til 22%. Dermed er det de to store industrier, og udgør sammen et godt stykke over halvdelen af den samlede sample.

At "industrials" er en stor del af samplen passer også meget godt med den *kvalitative analyse*. Tungere industrivirksomheder, har ofte et stort produktionsapparat, hvorfor deres profil passer godt til kapitalfondsejerskab. Dels er der i en produktionstung virksomhed store muligheder for at opnå effektiviseringer, som har direkte positiv indflydelse på det frie cash flow, hvilket også stemmer godt overens med en kapitalfonds strategi for værdiskabelse. Derudover er virksomheder, som er "industrials" også typisk kapital krævende, da der ofte kræves løbende

---

<sup>79</sup> Street of Walls (2015)

investeringer i produktionsapparat. På dette punkt kan kapitalfonde også gøre brug af sin "adgang til kapital jf. den kvalitative analyse. Herigennem kan porteføljeselskaber opnå konkurrencemæssige fordele.

Derfor er det også helt forventeligt, at både "Consumer discretionary" og "industrials" er de to største industrier, som er repræsenteret i samplen til undersøgelsen i denne opgave.

## Karakteristik af geografi

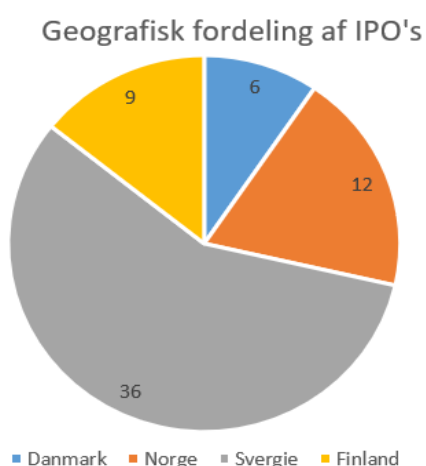
Historisk set har Sverige været det land i Norden, som har haft den absolut højeste Private Equity aktivitet. Den generelle IPO-aktivitet har også historisk set været langt større i Sverige end i de andre nordiske lande<sup>80</sup>.

Det blev tidligere gennemgået at Sverige er store på PE i Norden, og at Sverige har flere store og meget anerkendte kapitalfonde – f.eks. er EQT - Sverige.

Det er i sig selv ikke overraskende, at Sverige er større end både Norge, Danmark og Finland på IPO's, da Sverige både er større på befolkningstal og BNP. Sverige er dog uforholdsmæssigt større end alle de andre nordiske land, når det kommer til børsnoteringer, pga. deres rammevilkår<sup>81</sup>.

Dette kan aflæses i den geografiske fordeling af IPO's i denne sample:

### Fordeling af IPO's



Kilde: Egen tilvirkning

---

<sup>80</sup> Nordea (2017)

<sup>81</sup> Schnacht (2018)

Som det kan aflæses af figuren før, består samplen af 36 svenske børsnoteringer.

Dette svarer til cirka 57% af den samlede sample, hvorfor denne sample stemmer meget godt overens med den før beskrevet fordeling af børsnoteringer i Norden.

De resterende 43% af samplen fordeler sig således ud over de tre lande:

Der er seks danske IPO's, hvilket svarer til cirka 9% af samplen. Ni IPO's er sket på den finske børs, svarende til 15%. Slutteligt er de resterende 12 IPO's gennemført i Norge, som svarer til 19%.

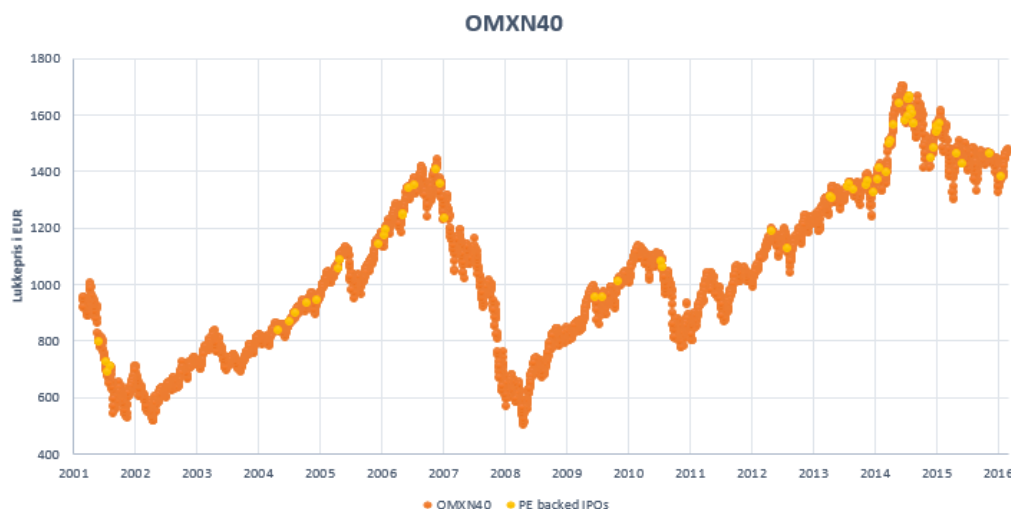
Norske IPO's udgør altså den næststørste andel af samplen, og danske IPO's står altså for den mindste andel af samplen.

## Karakteristik af IPO ift. markedet

Der følger nedenunder en grafisk illustration af, hvordan de PE-backed IPO's er fordelt i samplens periode. For at give et overblik over, hvilket markedet de forskellige børsnoteringer er gennemført i, er tidspunktet for IPO matchet med den aktuelle kurs på OMXN 40. OMXN 40 er et nordisk index over de 40 mest handlede aktier. Dette index er valgt, for at give det bedst mulige indtryk af tilstanden for targetselskabernes markedet på det tidspunkt, hvor de noteres.

Det skal nævnes, at norske virksomheder ikke er en del af OMXN 40, men det er alligevel vurderet, at være en god indikator for det nordiske markeds tilstand.

### Fordeling af IPO's ift. markedet



Kilde: Egen tilvirkning

Det kan tydeligt aflæses, at der omkring finanskrisen ikke var aktivitet ift. PE-backed børstoteringer, og desuden begrænset aktivitet i tiden efter. Derudover kan det aflæses, at et stærkt marked i vækst korrelerer med antallet PE-backed børstoteringer. Dette tydeliggøres især i årene op til finanskrisen, altså 2004-2007, og igen i perioden 2013-2015.

## Valg af operationelle parametre

Dette afsnit har til formål at forberede læseren til læsning af de endelige resultater af den kvantitative analyse. Dette ved at bestemme og forklare baggrunden for udvælgelsen af bestemte operationelle parametre til analysen. Beslutningen bag udvælgelse af de specifikke mål vil i det kommende afsnit blive gennemgået, hvor der samtidigt vil følge en forklaring til de enkelte mål, samt hvordan de beregnes.

## Udvalgte parametre til måling af operationel performance

Gennem den kvalitative analyse blev en række value drivers analyseret, samt deres individuelle evne til at påvirke den operationelle værdiskabelse i porteføljeselskaber. Af den årsag, er den kvalitative analyse også i høj grad benyttet i forbindelse med udvælgelse af undersøgelsesmål for den kvantitative analyse. I afsnittet *værdiskabelse i kapitalfonde* blev Pindurs formel for værdiskabelse fremlagt, for herefter at blive dekomponeret. Det blev heraf konkluderet, at værdiskabelse i en virksomhed kan henføres til en virksomheds evne til at vækste i EBITDA. Det blev herefter konkluderet at EBITDA i langt største grad styres af udviklingen i omsætningen, hvorfor en forbedret omsætning er en vigtig komponent i en forbedring af EBITDA. Den kvalitative analyse fandt herefter, at omsætningen i største grad øges gennem forskellige former for ekspansion – produkter eller nye geografiske markeder. Som det også fremgår i den kvalitative analyse ligger ekspansion under Value driveren "Vækst". Hvorfor **vækst** er et af de parametre, som er udvalgt til den kvantitative undersøgelse. Derudover er en stigning i EBITDA også et udtryk for en mere profitgenererende virksomhed. Det frie cash flow blev også udset som en nøglekilde for værdiskabelse i en porteføljevirkomhed. Det var især vigtigt i forbindelse med at kunne

tilbagebetale på den øgede gearingen porteføljevirkksomheden blev udsat for. Et øget frit cash flow er også et udtryk for en forbedring i profitgenereringen. Derfor er **profitabilitet** valgt.

Forbedringer i det frie cash flow og EBITDA kan jf. den kvalitative analyse også ske gennem forskellige former for effektiviseringer, som alle er med til at øge produktiviteten. Derfor vil en undersøgelse af produktiviteten også indgå i den kvantitative undersøgelse.

De tre mål som den operationelle performance vil blive undersøgt ud fra, er altså:

**Produktivitet, Profitabilitet og Vækst**

## *Produktivitet*

Det fremgik af den kvalitative analyse i afsnittet omkring *effektiviseringer*, at arbejdskapital samt en minimering af kapitalbindingerne er blandt de vigtigste value drivers for kapitalfonde i forbindelse med forøgelse af værdien for et targetselskab. Arbejdskapitalens udvikling vil derfor blive sammenlignet med omsætningsens udvikling. Udregningen er at dividere arbejdskapital med omsætning. Resultatet vil vise om virksomheden enten har bundet flere eller færre penge. Er der sket en reducere af arbejdskapital overfor omsætning betyder det, at der er frigivet cash, hvorimod en stigning betyder, at virksomheden har "låst" mere af sin likviditet. Arbejdskapitalen er udregnet ved at sige: kortfristede aktiver minus kortfristede forpligtigelser<sup>82</sup>.

Omsætning pr. medarbejder er det næste mål, som vil blive udregnet. Omsætning pr. medarbejder er valgt, da det giver en god indikation af, om der er sket en effektivisering af porteføljevirkksomheden. Stiger omsætning pr. ansat, er det et udtryk for en effektivisering og omvendt. Udregning er: Omsætning divideret med antal medarbejdere.

Aktivers omsætningshastighed er det sidste mål, som vil blive beregnet – indenfor produktivitet. Udregningen sker ved at tage porteføljeselskabets omsætning og dividerer den med selskabets samlede aktiver. Aktivernes omsætningshastighed viser, hvor god en virksomhed er til at skabe omsætning ift., hvor meget kapital virksomheden har bundet i aktiver.

---

<sup>82</sup> NWC (2017)

Fælles for de tre udvalgte mål er, at de hører under de direkte drivers, og at de har en stor direkte påvirkning af den operationelle performance.

## *Profitabilitet*

Første mål under profitabilitet, som er udvalgt til at blive beregnet er "Return on Assets"(ROA).

Return on Assets udregnes her ved at dividere EBIT med virksomhedens aktiver.

En fordel ved anvendelse af EBIT til denne udregning er, at EBIT frasorterer afskrivninger på virksomhedens aktiver. Ulempen ved dette er dog, at EBIT kan være påvirket af beslutninger omkring regnskabspraksis. F.eks. kan finansiel vs. operationel leasing gøre en forskel på afskrivninger og dermed EBIT, jf. tidligere analyse af valg af regnskabspraksis.

Der er også en problemstilling i at sammenligne de to nøgletal, da total assets udtrykker en "øjeblikkelig" tilstand. Ultimo tilstanden for totale aktiver angiver altså, hvad totale aktiver er den ene dag, hvor EBIT modsat er et udtryk for en performance over et helt regnskabsår. Dette kan løses ved at bruge gennemsnitstal for to regnskabsår af de totale aktiver.

At benytte de totale aktiver har så det problem, at alle aktiver ikke nødvendigvis er en del af driften. For at eliminere det problem kunne der være foretaget en reformulering, som kunne klarlægge hvilke aktiver, som tilhører driften. Det er dog almindeligt at anvende "total assets" til udregning af ROA, hvorfor det også gøres i denne udregning <sup>83</sup>.

CFROA er også valgt som mål under profitabilitet. CFROA udregnes ved at tage pengestrømmene og dividerer med de totale aktiver. Pengestrømmene, der stammer fra driften er ofte benyttet, når der bliver udregnet værdier på selskaber, hvorfor CFROA er blevet udvalgt som et vigtigt mål indenfor profitabilitet.

En meget vigtig komponent i operationel værdiskabelse er EBITDA. Dette blev klargjort tidligere under dekomponeringen af værdiskabelse. Derfor vil evnen til at øge EBITDA ift. omsætning også blive målt. Udregning af EBITDA-margin sker ved at tage EBITDA og dividere med omsætningen.

---

<sup>83</sup> WS (2015)



Som tidligere gennemgået, er der den fordel ved at anvende EBITDA og ikke EBIT, da EBITDA ikke bliver påvirket af, hvilken regnskabspraksis den enkelte porteføljevirksomhed anvender.

## Vækst

Gennem dekomponeringen af værdiskabelse tidligere blev det også slået fast, at den største driver for EBITDA var ændringer i omsætningen. Derfor er omsætningsvækst udvalgt som et mål, da det er vurderet til at være en meget vigtig komponent i operationel performance. Undersøgelsen af vækstsmål vil også inkludere en undersøgelse af væksten i aktiver. Ved dette mål skal det dog noteres, at der er en chance for at en vækst i aktiver efter en børsnotering kan være et resultat af, at virksomheden i forbindelse med noteringen har fået tilført kapital.

Investeringsniveauet vil også blive målt. Ved en måling af udviklingen af investeringer i anlægsaktiver (CAPEX) kan det undersøges om virksomhederne efter IPO er i en vækstperiode, da øgede investeringer typisk er et udtryk for vækst.

### Oversigt over udvalgte mål

|                |                                                                     |
|----------------|---------------------------------------------------------------------|
| Vækst          | * Omsætningsvækst<br>* Vækst i aktiver<br>* Vækst i CAPEX           |
| Profitabilitet | * EBITDA marginer<br>* ROA<br>* CFROA                               |
| Produktivitet  | * NWC<br>* Aktivernes oms. Hastighed<br>* Omsætning pr. medarbejder |

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenover er en oversigt over de forskellige nøgletal som er valgt til at blive undersøgt i den kvantitative analyse.

## Beregning af mål

De udvalgte mål er blevet inddelt i to kategorier. De er enten vækstmål eller ratiomål.

De udvalgte vækstmål, er dem som hører under vækst, og er dem som i boksen ovenover står ud for "Vækst". Nedenunder er et eksempel på udregning af et vækstmål. I eksemplet bliver omsætningsvæksten målt i tidsperioden  $t-1 - t+1$ .

$$Vækst_{(t-1)/(t+1)} = \frac{oms_{i,t+1} - oms_{i,t-1}}{oms_{i,t-1}}$$

De resterende udvalgte mål er ratiomål, og bliver udregnet således:

$$EBITDA - margin_{(t-1)/(t+1)} = \frac{EBITDA_{i,t+2}}{oms_{i,t+2}} - \frac{EBITDA_{i,t-1}}{oms_{i,t-1}}$$

Dette er et eksempel på udregningen af EBITDA marginen i tidsperioden  $t-1 - t+1$

## Event-study

Selve den kvantitative undersøgelse er det der defineres som et event-study, da en bestemt udvikling vil undersøges under et bestemt event<sup>84</sup>. Her er det bestemte event børsnoteringen af den PE-ejede virksomhed, og udviklingen er den operationelle værdiskabelse.

---

<sup>84</sup> Cram (1997)

## Justering af peers

For at kunne konkludere noget på undersøgelsen i denne analyse, er det en forudsætning, at de beregnede ændringer i operationel performance kan linkes direkte til tiltag under kapitalfondsejerskab, og ikke er drevet af eksterne faktorer, såsom en enorm vækst i den specifikke sektor eller lign. Dette er ikke muligt uden at isolere effekten af kapitalfondsejerskabet, hvorfor dette gøres.

Som nævnt tidligere, er der forskellige metoder til at isolere effekten fra tidligere kapitalfondsejerskab. Der er studier, hvor der anvendes industrigennemsnit, og studier hvor peers anvendes. Vinten anvender sammenlignelige peers fra samme industri og med samme karakteristika til at isolere, da han mener det giver den mest præcise isolering. Dette er også baggrunden for at der i denne undersøgelse vil blive anvendt peers.

Et minus ved anvendelse af peers er dog, at selektionsprocessen i høj grad er præget af subjektivitet. Derudover varierer mængden af tilgængelige peers, hvorfor der er et stærkere justeringsgrundlag ved nogle virksomheder i testen end ved andre. Derudover er der også variation i kvaliteten af sammenlignelighed mellem peer og targetvirksomhed.

Kriterierne i forbindelsen med selektering af peers har været følgende: PE-backed virksomhed og peer skal befinde sig i samme industri. Peer skal være noteret i Norden. Omsætningen skal om muligt ligge indenfor rammerne 70% til 130% af PE-backed selskabsomsætning. Dette har i flere tilfælde ikke været muligt, hvorfor "bedste" peer måtte udvælges.

Vinten 2007 anvender mange peers. Dette giver en mere nøjagtig peer-justering, hvorfor dette også er gjort her, hvis der har været tilstrækkeligt med tilgængelig til regnskabsdata på peers.

### Formel for beregning af peers:

Herunder følger to eksempler på formelen til at justere for peers. Det skal noteres at "peer.j" betyder peer justeret og at "u.j" betyder ujusteret for peers. Begge eksempler viser udviklingen i tidsperioden  $t-1 - t+1$ .

Første eksempel er et eksempel på et vækstmål:

$$Vækst_{(t-1)/(t+1)}^{peer.j} = Vækst_{(t-1)/(t+1)}^{u.j} - Vækst_{(t-1)/(t+1)}^{peers}$$

Andet eksempel er udregningen på et ratiomål (EBITDA-margin):

$$EBITDA - margin_{(t-1)/(t+1)}^{peer.j} = EBITDA margin_{(t-1)/(t+1)}^{u.j} - EBITDA margin_{(t-1)/(t+1)}^{peers}$$

## Valg af Wilcoxon test

Den kvantitative undersøgelse udføres gennem en sammenligning af to samples hhv. de PE-backed virksomheder og peers. Sammenligningen vil måle udviklingen af de udvalgte mål fra tidligere afsnit, i perioden et år før børsnotering og de tre år umiddelbart efter børsnoteringen. Målet er at påvise, om der har været en signifikant udvikling, fra året før og til de enkelte år efter notering.

Til udførelse af en sådan undersøgelse gennemgår Akeyede, Usman and Chiawa i et studie<sup>85</sup>, en række mulige test som kan benyttes. En test som er oplagt at benytte er testen "Student t test". En forudsætning for at kunne benytte denne test er, at samplen er normalfordelt. Dette er en udfordring, da der i denne sample findes flere outliers - hvilket også stemmer godt overens med den tidligere sammenligning af hhv. median og gennemsnitstal af omsætning og aktiver. De større outliers gør, at samplen ikke kan antages at være normalfordelt, hvorfor anvendelse af en student's t test ikke passer på denne sample. I tilfælde af, at observationerne i samplen ikke er normalfordelte henviser Akeyede, Usman og Chiawa til *Wilcoxon Signed Rank t-test*. I denne test anvendes mediantal i stedet for gennemsnitstal. Ved anvendelse af mediantal elimineres outliers indflydelse. Derfor anvendes Wilcoxon Sign Rant t test til undersøgelsen af signifikante ændringer af de forskellige performanceparametre.

- Hurtig karakteristik af testen:

---

<sup>85</sup> Akeyede, Usman and Chiawa (2014)

*Forudsætninger:* Da testen anvender medianen for hhv. porteføljeselskaber og peers forudsættes det, at de to grupper har en nær identisk størrelse.

*Metoden:* Ved metoden rangeres ændringerne mellem to perioder, f.eks. t-1 til t+1. Den observation hvor der har været den laveste ændring gives rangering 1. Det er her lige meget om observationen har haft en ændring, som har været voksende eller faldende. Det er udelukkende størrelsen på ændringen, som afgør rangeringen. Herefter summeres de hhv. negative og positive ranks, hvorefter det kan afgøres om summen af negative eller positive ændringer er størst.

Akeyede, Usman og Chiawa udtrykker det således:

$$\begin{aligned}
 S_+ &= \sum_i^n \Psi_i |Z_i| \text{ where } \Psi_i = \begin{cases} 1 & \text{if } Z_i > 0 \\ 0 & \text{if } Z_i < 0 \end{cases} \\
 \text{or} \\
 S_- &= \sum_i^n \Psi_i |Z_i| \text{ where } \Psi_i = \begin{cases} 0 & \text{if } Z_i > 0 \\ 1 & \text{if } Z_i < 0 \end{cases}
 \end{aligned}$$

Da hhv. positive og negative ranks summeres, og summen af disse ranks afgør om der er en positiv eller negativ udvikling, er det altså ikke den observerede medianværdi, som er afgørende for testens konklusion. Derfor kan der være en negativ medianværdi, samtidigt med at testen kommer frem til en positiv tendens.

## Hypoteser

I dette afsnit bliver baggrunden for formuleringen af seks hypoteser begrundet. Begrundelsen for de opstillede hypoteser findes i den kvalitative hypotese, som vedrører de forskellige mål.

Til hver hypotese er en nulhypotese, som er hypotesen om, at udfaldet er forskelligt fra den opstillede hypotese.

Et eksempel:

*H0: Produktivitet er ikke stigende*

*H1 (den opstillede hypotese): Produktivitet er stigende*

Målet med de enkelte hypoteser er enten at acceptere hypotesen eller forkaste på baggrund af resultaterne af Wilcoxon Signed Ranked t-test.

### **Produktivitet:**

I den kvalitative analyse blev det gennemgået, at det aktive medejerskab under PE-ejerskab gjorde at arbejdskapitalen kunne reduceres, da ledelsen havde større interesse i dette. Samtidigt kunne der også træffes beslutninger hurtigt, da bestyrelsen var tættere connected til direktionen og derigennem også en øget kontrol. Post IPO opstår en ny ejerstruktur, hvor denne udførsel af kontrol ikke længere kan forventes at opretholdes. Derfor kan det forventes, at agentomkostninger stiger efter IPO.

På den baggrund forventes en forringelse af produktiviteten post IPO, og derfor er følgende hypoteser opstillet:

*H1: Det forventes, at der er opnået en forringelse af produktiviteten efter børsnotering*

*H2: Det forventes, at der er opnået en forringelse af produktiviteten efter børsnotering, som er større end peers.*

### **Profitabilitet:**

Om det forventes, at der post IPO er opnået forbedringer af profitabiliteten afhænger meget af hvorvidt de tiltag, der er taget under PE-ejerskabet er langsigtede eller kortsigtede.

Da det forventes, at ændringen i profitabilitet afhænger af de strategier, som er taget under PE-ejerskab, forventes det også, at profitabiliteten post IPO vil være påvirket af disse tiltag. Dette kan f.eks. være stordriftsfordele som følge af en ekspansion.

Derfor er disse hypoteser opstillet:

*H3: Det forventes, at der er opnået en forbedring af profitabiliteten efter børsnotering*

*H4: Det forventes, at der er opnået en forbedring af profitabiliteten efter børsnotering, som er større end peers.*

### **Vækst:**

Den kvalitative analyse påviste, at operationel værdiskabelse i høj grad skabes af EBITDA og heraf øget omsætning, altså vækst.

Da vækstinitiativer typisk er langsigtede, må det formodes, at de vækststrategier som blev lagt inden IPO stadig har en positiv indflydelse efter IPO. Samtidig kan der i forbindelse med IPO blive tilført det nu noterede selskab en stor del likviditet, som giver en fordel i fremtiden til at kunne investere i vækstinitiativer.

Af den årsag er følgende hypoteser under vækst opstillet:

*H5: Porteføljeselskaber har opnået en vækst efter børsnotering*

*H6: Porteføljeselskaber har opnået en vækst efter børsnotering, ift. peers*

## Resultater af Wilcoxon Signed Ranked T-test

### Resultater for produktivitet:

Tabellen på denne side viser ændringerne for produktiviteten i testperioden. Ud fra denne test kan henholdsvis hypotese 1 og 2 accepteres eller forkastes. Hypotesen er, at produktiviteten vil blive forringet, samt at den vil forringes mere end peers.

#### Oversigt over ændringer i produktivitet

| Produktivitet:                        | -1 til +1   | -1 til +2   | -1 til +3   |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Arbejdskapital/Omsætning</b>       |             |             |             |
| Antal observationer (n)               | 60          | 54          | 37          |
| Median, ændring (ujusteret)           | 4,65%       | 3,83%       | 2,60%       |
| Retning                               | Stigning    | Stigning    | Stigning    |
| P-værdi                               | < 0,0001*** | < 0,0001*** | 0,002031186 |
| Median, ændring ( peer justeret)      | 4,75%       | 3,17%       | 4,73%       |
| Retning                               | Stigning    | Stigning    | Stigning    |
| P-værdi                               | < 0,0001*** | 0,0001      | < 0,0001*** |
| <b>Aktivernes omsætningshastighed</b> |             |             |             |
| Antal observationer (n)               | 63          | 58          | 37          |
| Median, ændring (ujusteret)           | 7,76%       | 10,00%      | 3,62%       |
| Retning                               | Stigning    | Stigning    | Stigning    |
| P-værdi                               | < 0,0001*** | < 0,0001*** | 0,16581903  |
| Median, ændring ( peer justeret)      | 1,03%       | 5,13%       | -3,63%      |
| Retning                               | Stigning    | Stigning    | Fald        |
| P-værdi                               | 0,063427724 | 0,003619784 | 0,938650764 |
| <b>Omsætning pr. medarbejder</b>      |             |             |             |
| Antal observationer (n)               | 58          | 53          | 35          |
| Median, ændring (ujusteret)           | 10,43%      | 7,80%       | 9,88%       |
| Retning                               | Stigning    | Stigning    | Stigning    |
| P-værdi                               | < 0,0001*** | < 0,0001*** | < 0,0001*** |
| Median, ændring ( peer justeret)      | 10,58%      | -2,74%      | 1,42%       |
| Retning                               | Stigning    | Fald        | Stigning    |
| P-værdi                               | < 0,0001*** | 0,818400968 | 0,817837245 |

Kilde: Egen tilvirkning

Det kan i første test af arbejdskapital/omsætning aflæses, at der er sket en signifikant stigning. Dette på et 1% niveau. Det gælder både for "peer justering" samt uden justering for peers.



At arbejdskapitalen er steget ift. størrelsen på omsætning er et udtryk for, at effektiviteten er faldet, og at mere likviditet er bundet i arbejdskapital, hvilket stemmer godt overens med forventningen om en forringelse af produktiviteten, som det blev formuleret i forbindelse med hypoteserne. Det vil altså sige at testen viser, at selskaber som er PE-backed er dårligere til effektivt at håndtere arbejdskapitalen.

Ift. udregningen af arbejdskapital skal det igen understreges, at arbejdskapital i denne test er udregnet ved at tage totale aktiver over totale forpligtelser, hvorfor de kortfristede aktiver også er inddraget. Dette kunne, som nævnt tidligere, have været løst ved at reformulere aktiver og forpligtelser, og derigennem også have påvirket resultatet.

Hvad angår aktivernes omsætningshastighed kan det aflæses, at der i de to første år efter IPO sker en signifikant stigning. Dette gældende for både justerede og ikke justede tal ift. peers. Når der justeres for peers, ses et fald i år  $t+3$ .

Resultaterne for oms. Pr. medarbejder viser, at der for de ujusterede resultater er en klar signifikans. Omsætningen er her steget pr. ansat. Til gengæld kan ændringerne i resultatet for peer justering kun siges at være signifikant for år  $t+1$ . Resultaterne for år 2 og 3 er ikke signifikante. For de peer justerede resultater skal det på trods af, at de ikke er signifikante påpeges, at der sker et fald i omsætning pr. ansat i år  $t+2$ , hvilket viser, at der ift. medianen bliver præsteret dårligere for PE-backed selskaber end for peer group.

At omsætning pr. ansat, for de ujusterede tal, entydigt viser en stigning, kan være et udtryk for at omsætningen er steget i perioden, hvilket også ville gå godt i spænd med begrundelsen for opstillingen af hypoteser for "vækst". Her blev det gennemgået, at der ved IPO tilføres likviditet, som kan investeres i forskellige vækstinitiativer.

Derudover kan det også være et udslag af længerevarende virkninger fra PE-ejerskabets effektiviseringsinitiativer. Der kan f.eks. stadig være personale, som blev hyret under PE-ejerskabet – gennem kapitalfondenes netværk – og dermed stadig være en organisationen i høj grad stadig bestå af branchespecialister.

På baggrund af ovenstående, kan *hypotese 1 ikke accepteres*, da resultaterne hovedsageligt trækker i den modsatte retning, og at der på de fleste parametre ses en forbedring af produktiviteten.

Bedømmelsen af *hypotese 2* sværere, da resultaterne her er lidt mindre entydige. Grundet en større grad af ikke signifikante resultater samt, at der ikke foreligger entydige resultater, kan *hypotese 2* ikke accepteres. Dermed accepteres nulhypotesen.

## Resultater for profitabilitet:

Herunder illustreres resultaterne fra undersøgelsen af profitabilitet. Ud fra disse resultater skal hypotese 3 og 4 enten accepteres eller afvises. Hypoteserne er, at der er opnået en forbedring af profitabiliteten både for de ujusterede resultater og de peer-justerede resultater.

### Oversigt over ændringer i profitabilitet

| Profitabilitet:                        | -1 til +1   | -1 til +2   | -1 til +3   |
|----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>EBITDA-margin</b>                   |             |             |             |
| Antal observationer (n)                | 63          | 58          | 37          |
| Median, ændring (ujusteret)            | 0,55%       | -0,34%      | -1,79%      |
| Retning                                | Stigning    | Fald        | Fald        |
| P-værdi                                | 0,214627851 | < 0,0001*** | < 0,0001*** |
| Median, ændring (peer justeret)        | 0,15%       | -1,07%      | -1,98%      |
| Retning                                | Stigning    | Fald        | Fald        |
| P-værdi                                | 0,5308      | 0,0148      | 0,0001      |
| <b>ROA</b>                             |             |             |             |
| Antal observationer (n)                | 61          | 55          | 37          |
| Median, ændring (ujusteret)            | 1,61%       | 1,30%       | 0,07%       |
| Retning                                | Stigning    | Stigning    | Stigning    |
| P-værdi                                | < 0,0001*** | 0,001366599 | 0,617867462 |
| Median, ændring (peer justeret)        | 2,24%       | 0,81%       | 1,55%       |
| Retning                                | Stigning    | Stigning    | Stigning    |
| P-værdi                                | 0,000172411 | 0,250433369 | 0,616879626 |
| <b>CF fra driften / totale aktiver</b> |             |             |             |
| Antal observationer (n)                | 60          | 55          | 37          |
| Median, ændring (ujusteret)            | 0,46%       | 1,16%       | 0,40%       |
| Retning                                | Stigning    | Stigning    | Stigning    |
| P-værdi                                | 0,001171249 | 0,007176631 | 0,048039023 |
| Median, ændring (peer justeret)        | 1,46%       | 3,24%       | 0,83%       |
| Retning                                | Stigning    | Stigning    | Stigning    |
| P-værdi                                | 0,000159143 | 5,23563E-05 | 0,010318763 |

Kilde: Egen tilvirkning

For EBITDA-marginen kan det aflæses, at der for de ujusterede resultater i årene t+2 og t+3 har været et signifikant fald i EBITDA-margien. I år t+1 har der dog været en stigning, som dog ikke har været signifikant. For de peer-justerede resultater ses samme tendens. En ikke signifikant stigning fra år t-1 til år t+1, og et signifikant fald i årene t+2 og t+3.

Overordnet set har de PE-backed selskaber performet signifikant dårligere efter børsnotering end peer gruppen. Forklaringen på dette kan være den samme som i foregående test – en stigning i omsætning. Dette er endnu en indikation på, at der har været en stigning i omsætningen for PE-backed selskaber post IPO, som overgår udviklingen i EBITDA. Endnu en gang kunne dette bunde i, at der post IPO er tilført likvider til det nu noterede selskab, og at disse bruges til at øge omsætningen gennem vækst. Derudover blev det i den kvalitative analyse også analyseret, hvordan der under PE-fondenes ejerskab bliver taget flere initiativer til at minimere omkostninger. Det sker gennem et tættere samarbejde med direktionen, som også kan få medejerskab, for at direktionen også har for øje at eliminere unødige omkostninger. Ovenstående resultater kunne også være en indikator af, at dette under det nye ejerskab, ikke er et lige så stort fokusområde. Dette også fordi, at der i år t+1 er en stigning i EBITDA-margien, hvorefter udviklingen i år t+2 og t+3 bliver faldende, hvilket stemmer godt overens med, at fokus på eliminering af unødvendige omkostninger gennem tæt samarbejde er en kortvarig value driver.

Resultaterne for EBITDA-margien taler imod forventningerne og imod hypoteserne.

For ROA ses derimod en positiv ændring i udviklingen for de PE-backed selskaber. Det gør sig både gældende, når der justeres og ikke justeres for peers. For de justerede resultater er der kun signifikans for året t+1, men tendensen er stadig en bedre performance for PE-backed selskaber over hele perioden. For de ujusterede tal er der en faldende positiv trend, hvor der ingen trend er for de peer justerede resultater. Resultaterne er, modsat EBITDA-margien, hvad der var forventet og dermed i overensstemmelse med hypoteserne.

For CFROA er tendensen den samme som i ROA. Her er der signifikans for at PE-backed selskaber har oplevet en positiv udvikling, også når der justeres for peers. For både justerede og ujusterede resultater gælder det, at der er signifikans med 1% for resultaterne t+1 og t+2, mens der for t+3 er signifikans med 10%.

Med afsæt i ovenstående kan nulhypoteserne forkastes, da der overordnet er sket en forbedring af profitabilitetsmålene, til trods for den faldende udvikling i EBITDA-margin.

## Resultater for ændringer i vækst

Ud fra nedenstående tabel skal det analyseres om hypotese 5 og 6 kan accepteres. Der forventes i hypoteserne at ses en vækst for PE-backed selskaber post børsnotering. Det forventes, at væksten er signifikant både der justeres for peer group og når der ikke justeres.

### Oversigt over ændringer i vækstmål

| Vækst:                          | -1 til +1   | -1 til +2   | -1 til +3   |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Omsætning</b>                |             |             |             |
| Antal observationer (n)         | 63          | 58          | 37          |
| Median, ændring (ujusteret)     | 23,44%      | 33,95%      | 50,21%      |
| Retning                         | Stigning    | Stigning    | Stigning    |
| P-værdi                         | < 0,0001*** | < 0,0001*** | < 0,0001*** |
| Median, ændring (peer justeret) | 1,75%       | 3,87%       | 31,85%      |
| Retning                         | Stigning    | Stigning    | Stigning    |
| P-værdi                         | 0,4049      | 0,0701      | < 0,0001    |
| <b>Aktiver</b>                  |             |             |             |
| Antal observationer (n)         | 63          | 58          | 41          |
| Median, ændring (ujusteret)     | 17,74%      | 25,34%      | 23,08%      |
| Retning                         | Stigning    | Stigning    | Stigning    |
| P-værdi                         | < 0,0001*** | < 0,0001*** | < 0,0001*** |
| Median, ændring (peer justeret) | 4,50%       | 16,31%      | 16,33%      |
| Retning                         | Stigning    | Stigning    | Stigning    |
| P-værdi                         | 0,183205381 | 0,050476767 | 0,001477922 |
| <b>CAPEX</b>                    |             |             |             |
| Antal observationer (n)         | 62          | 57          | 41          |
| Median, ændring (ujusteret)     | 19,36%      | 35,47%      | 0,00%       |
| Retning                         | Stigning    | Stigning    | Stigning    |
| P-værdi                         | < 0,0001*** | < 0,0001*** | < 0,0001*** |
| Median, ændring (peer justeret) | -0,19%      | 16,14%      | 17,66%      |
| Retning                         | Fald        | Stigning    | Stigning    |
| P-værdi                         | 0,097031154 | 0,01765874  | 4,75399E-05 |

Kilde: Egen tilvirkning

Figuren med resultater af "vækst" viser, at der er sket en signifikant stigning i omsætningen for de PE-backed selskaber efter børsnotering. For de ikke-justerede resultater er alle signifikante med 1%.

For de peer-justerede resultater er der også en stigning. Her er år t+1 dog ikke signifikant. Det er også bemærkelsesværdigt, at medianen for stigningen for de ujusterede resultater, er hhv. cirka 23%-point for t+1, 33,95%-point for t+2 og over 50%-point for t+3.

Denne udvikling kan forklares med de vækstinitiativer, som der er truffet under kapitalfondsejerskabet, og som ofte bunder i langsigtede strategiændringer, og som der efter IPO også har været kapital til at følge op på og måske endda udvide. Disse vækstinitiativer kan være af forskellig karakter, som det også blev gennemgået i den kvalitative analyse, f.eks. ved at udbygge produktporteføljen eller gennem entry på nye geografiske områder.

Resultatet af udviklingen i omsætning stemmer overens med den opstillede hypotese om at se signifikant vækst for de PE-backed selskaber post IPO.

For de peer-justerede resultater for omsætning er resultatet også en stigning. For t+2 og t+3 er der sket en signifikant vækst. For t+3's tilfælde er væksten endda over 30%-point. Der er til gengæld ikke signifikans for resultatet for t+1.

Alt i alt stemmer resultaterne overens med de opstillede hypoteser.

For væksten i aktiver er resultatet, at der har været en signifikant vækst i de ujusterede resultater – alle på 1% niveau. Når der justeres for peers, ses der også en vækst i aktiver. Her er der dog ikke signifikans for t+1, og signifikansniveauet for t+2 er 10%, mens t+3 er 1% niveau. Baggrunden for væksten i t+1 kan bunde i tilførslen af midler i forbindelse med en børsnotering.

For CAPEX er der sket en stigning i årene t+1-t+3, men dog en faldende tendens for medianværdien frem mod t+3 for de ujusterede resultater. Når der justeres for peers, er der i år t+1 et fald, som er signifikant ved 10% niveau. For år t+2 og t+3 er der sket en signifikant stigning i CAPEX.

Resultaterne af undersøgelsen understøtter en afvisning af nulhypotesen, da der er oplevet en generel vækst for både omsætning, for aktiverne og også for CAPEX på de fleste parametre.

## Delkonklusion og opsummering - kvantitativ analyse

For at give et overblik over resultaterne følger her en illustration:

| Mål            | Hypotese | Mål            | Retning - ujusteret | Signifikans | Retning - justeret      | Signifikans | Accept af hypotese |
|----------------|----------|----------------|---------------------|-------------|-------------------------|-------------|--------------------|
| Produktivitet  | 1 og 2   | NWC/Oms.       | Stigende            | Ja          | Stigende                | Ja          | Nej                |
|                |          | AOH            | Stigende            | Ja          | Stigende                | Delvist     |                    |
|                |          | Oms. Pr. ansat | Stigende            | Ja          | Blandet - mest stigende | Begrænset   |                    |
| Profitabilitet | 3 og 4   | EBITDA-margin  | Fald                | Begrænset   | Fald                    | Begrænset   | Ja                 |
|                |          | ROA            | Stigende            | Delvist     | Stigende                | Begrænset   |                    |
|                |          | CFROA          | Stigende            | Ja          | Stigende                | Ja          |                    |
| Vækst          | 5 og 6   | Omsætning      | Stigende            | Ja          | Stigende                | Delvist     | Ja                 |
|                |          | Aktiver        | Stigende            | Ja          | Stigende                | Delvist     |                    |
|                |          | CAPEX          | Stigende            | Ja          | Stigende                | Ja          |                    |

Kilde: Egen tilvirkning

Det kan aflæses af figuren, at hypoteserne for profitabilitet og vækst kan accepteres. Derimod viste testen, at der var en stigning i produktiviteten, hvorfor hypoteserne for produktivitet ikke kan accepteres.

For de ujusterede tal for produktivitet ses en signifikant stigende retning på alle mål. For arbejdskapital/omsætning ses der en stigning, hvilket betyder at der for de PE-backed selskaber er bundet mere likviditet i arbejdskapital. Dette stemmer fint overens med hypoteserne. Dette gælder også når der justeres for peers. Samme gør sig gældende for både AOH, hvor der også er sket en stigning, når der justeres for peers. Her er der dog ikke signifikans for alle år. Stigningen her er et udtryk for en øget produktivitet, hvilket ikke stemmer overens med hypoteserne. Der er også sket en stigning i omsætning pr. medarbejder, når der justeres for peers, dog kun begrænset signifikant. En stigning i omsætning pr. medarbejder er også et udtryk for en forbedret produktivitet, der dermed går imod hypoteserne. Derfor kan de opstillede hypoteser indenfor produktivitet ikke accepteres.

For profitabilitet var resultatet lidt blandet. EBITDA-marginen viste en faldende retning, både for de ujusteret resultater, og når der justeres for peers. Dette taler imod de opstillede hypoteser. Signifikansen for EBITDA-margin var dog meget begrænset. For ROA var der en stigning i både ujusterede og justerede resultater. Her var signifikansen igen begrænset for de justerede tal. Resultatet for ROA taler i modsætning til EBITDA-margin for, at hypoteserne kan accepteres. For

CFROA var resultatet entydigt. Der var en stigning for PE-backed selskaberne, også når der peer justeres. Der var desuden signifikans for begge resultater. Dette taler klart for at hypoteserne 3 og 4 kan accepteres. Afgørelsen af hvorvidt hypoteserne kan accepteres var en afvejning, men endte med at blive accepteret, da den generelle tendens er, at der er sket en forbedring af profitabiliteten.

Resultaterne af vækstmålene viser, at der for de ujusterede tal var en signifikant stigning. Der var også en signifikant stigning i CAPEX i de peer justerede resultater. For omsætning og for aktivvæksten, var der kun begrænset signifikans for en stigning. Derfor er det her mindre klart om stigningen kan henføres til det tidligere PE-ejerskab end ved CAPEX.

## Konklusion

Formålet med dette speciale har været at afklare, om det har nogen signifikant betydning for et selskabs udvikling efter en børsnotering, at det op til børsnoteringen har været ejet af en kapitalfond.

Formålet er opstillet gennem problemformuleringen, og et svar på problemformuleringen søges afdækket gennem en kvalitativ og en kvantitativ analyse. Den kvalitative analyses formål er at belyse, hvilke operationelle drivers en kapitalfond kan anvende for at opnå forbedringer af den operationelle performance i porteføljeselskaber. Den kvantitative analyses formål er, at den på baggrund af den kvalitative analyse selekterer nogle specifikke mål, hvorigennem det undersøges, om der har været signifikante forbedringer i porteføljeselskaberne i de tre år efter de er blevet børsnoteret.

### Den kvalitative analyses konklusioner

På baggrund af eksisterende empiri, blev der i den kvalitative analyse opstillet en række værdiskabende drivers, som en PE-fond kan benytte i forbindelse med ejerskab af en porteføljevirkksomhed i årene op til en IPO. Driverne blev inddelt i to grupper: De direkte drivers og de indirekte drivers. De direkte drivers blev kategoriseret som værende de ændringer en kapitalfond har mulighed for at foretage i en porteføljevirkksomhed for at øge værdiskabelse. Dette

kunne f.eks. være en ændring af strategi. De indirekte drivers blev derimod kategoriseret som de redskaber en kapitalfond kan tage i brug for at få de direkte drivers til at lykkes. Det kan heraf konkluderes, at de enkelte forskellige indirekte drivers værdi for en kapitalfond varierede alt efter, hvilken situation porteføljeselskabet stod i, og alt efter hvilke redskaber kapitalfonden selv havde. Det kan også konkluderes, at de enkelte drivers sjældent kunne stå alene, men i stedet ofte overlappede.

Med afsæt i dekomponeringen af værdiskabelse, kan det også konkluderes, at vækst, og herunder ekspansion, er den vigtigste værdiskaber. Dekomponeringen viste, at den vigtigste driver til værdiskabelse, er EBITDA. Derudover fremkom det, at den største driver til forøgelse af EBITDA er vækst i omsætningen, hvorfor vækst er den vigtigste driver. Dette er dog den generelle betragtning, da drivernes indvirkning afhænger af den specifikke case.

Det kan også konkluderes, at gearing og heraf benyttelse af et øget skatteskjold ikke længere er en bærende værdiskaber. Det har tidligere været den største driver bag værdiskabelse for kapitalfonde, men er nu reduceret til at udgøre en mindre del, hvor operationelle forbedringer nu i stedet udgør hovedparten af værdiskabelse. Ikke desto mindre er benyttelse af skatteskjold stadig et instrument, som benyttes af kapitalfonde.

Den kvalitative analyse fastslog også, at governance ændringer kan have en positiv indflydelse på den operationelle værdiskabelse. Gennem et aktivt ejerskab, og medejerskab for direktion, dannes der en større ensretning i målene for ejere og direktion, hvorfor der kan arbejdes mere målrettet. Dette vil også medføre en reducere af agentomkostninger, og en forbedring af strukturen samt forbedre virksomhedens beslutningsprocesser, som alt sammen vil give porteføljeselskaberne en konkurrencemæssig fordel. Desuden, kan der gennem PE-fondens tilstedeværelse samt PE-fondens evne til at ansætte eksperter, ske en kulturændring i virksomheden, som kan være vedvarende efter en IPO.

Med afsæt i den kvalitative analyse, må det pga. de ressourcer en kapitalfond besidder forventes, at et PE-backed selskab har opnået en konkurrencemæssig fordel op til IPO, og at denne konkurrencemæssige fordel har længerevarende implikationer, hvorfor de må forventes at performe bedre end sine peers.



## Den kvantitative analyses konklusioner

Gennem regnskabsdata for 63 selskaber, var formålet med den kvantitative analyse, at den skulle undersøge udviklingen for PE-backed IPO's i Norden for perioden 2001 til 2016.

Undersøgelsen blev udført gennem et event-study, idet udviklingen blev undersøgt indenfor en specifik periode. Undersøgelsesperioden gik fra et år før IPO og til tre år efter. Undersøgelsen blev udført gennem Wilcoxon Signed Ranked t-test, som er en test, hvor der testes for samplernes medianværdier. Testen blev både udført uden justering for peers og med justering for peers.

Justeringen for peers blev foretaget for at isolere kapitalfondens betydning for udviklingen på bedst mulige vis. På baggrund af den kvalitative analyse blev ni mål udvalgt til undersøgelsen. De ni mål blev udvalgt, fordi de blev vurderet til at være de ni mål, som bedst kunne forklare udviklingen i den operationelle værdiskabelse. De ni mål blev inddelt i tre kategorier;

Produktivitet, profitabilitet og vækst. Resultaterne fra undersøgelsen viste, at der indenfor både produktivitet, profitabilitet og vækst var opnået signifikant værdiskabelse.

For produktivitet var der for de ujusterede tal et entydigt resultat, da alle var signifikant steget. For de justerede tal var der kun signifikans for en stigning i arbejdskapital/omsætning. For AOH var retningen stigende, men ikke alle test-år var der signifikans for. For omsætning pr. medarbejder var resultaterne blandede og begrænset signifikante.

For profitabilitet var resultaterne også mixed. For EBITDA-marginen var der et fald, men med en begrænset signifikans for både ujusteret og peer-justeret resultater. For ROA var der en stigende retning, men dog kun med en delvis signifikans. For CFROA var resultatet klart. Der var signifikans for en stigning af både justerede og ujusterede tal.

Målene for vækst viste signifikant stigning for alle ujusterede mål. Det blev også klargjort, at stigningen i omsætning kan være en af faktorerne bag EBITDA-marginens fald. For omsætning og aktivvæksten var der kun delvis signifikans for de peer-justerede tal, mens der for CAPEX var signifikans for en stigning.

Generelt viste undersøgelsen en signifikant forbedring af de operationelle performancemål, også efter justering for peers.

Det kan på baggrund af den kvalitative og den kvantitative analyse konkluderes, at PE-ejerskab af nordiske selskaber op til IPO har en positiv indvirkning på den operationelle værdiskabelse post IPO.

## Perspektivering

Afsnittet her omhandler en perspektivering til områder, som i forlængelse af denne afhandling kunne være interessante at belyse, da de ville kunne bidrage til en yderligere forståelse og forklaring på denne afhandlings hovedmål.

Efter at have gennemgået den kvantitative analyse og dens hovedkonklusioner, kunne det være interessant med en yderligere kvantitativ analyse, som kunne belyse flere karakteristika bag en succesfuld PE-backed IPO. Det kunne være interessant at anvende en segmentanalyse på samplen af PE-backed virksomheder. Ud fra en segmentanalyse ville det kunne identificeres, om der er en specifik type virksomhed, som PE-fonde har større succes med at skabe operationel værdi i. Størrelsen på de PE-backed selskaber kunne f.eks. være interessant at undersøge. Det bliver blandt andet nævnt i den kvalitative analyse, at det er nemmere at ændre kulturen i en mindre organisation end i en stor, hvilket ligger op til, at der er en forskel mellem mindre og større virksomheder, og en forskel på hvor effektivt kapitalfonde kan hjælpe mindre og store virksomheder.

Det kunne også være interessant at undersøge, om der er specifikke perioder hvor PE-fonde har haft større succes end andre. Herefter at sammenligne de forskellige perioder med tendenserne i det generelle marked, og undersøge om der er en korrelation mellem en specifik tendens i markedet med kapitalfondes evner til at skabe operationel værdi.

Derudover ville også en analyse af brancher være relevant. Gennem en segmentanalyse af de forskellige brancher ville det være muligt at kortlægge om der er specifikke brancher, som kapitalfonde generelt performer bedst i.

Samtidigt ville man kunne pare brancheundersøgelsen med undersøgelsen af *størrelse*, for at opnå yderligere kendskab til PE-fondes forudsætninger for at skabe øget operationel performance. Der kunne herudover foretages andre segmentundersøgelser, som på gearing osv., som alt sammen ville styrke den kvantitative analyse.

## Litteraturliste:

### Hjemmesider – herunder også studier fra hjemmesider:

Akeyede, Usman and Chiawa (2014), *On Consistency and limitation of paired -test, Sign and Wilcoxon Sign Rank Test*

<http://www.iosrjournals.org/iosr-jm/papers/Vol10-issue1/Version-4/A010140106.pdf>

Axcel (2006), *Kapitalfonde I Danmark*, Christian Frigast

<https://www.ft.dk/samling/20061/almindel/eru/bilag/83/331391.pdf>

BCG (2012), *Private Equity – Engaging for Growth*

<https://www.bcg.com/documents/file95414.pdf?fbclid=IwAR0FADFMzI23WybwoV3oRizVCJfXc3YAQM-pd6lWfGP3QUx82bIKsXMG9r0>

BCG (Briegl, 2016) – rapport. *How Private Equity Firms Fuel Next-Level Value Creation*

<https://www.bcg.com/publications/2016/private-equity-power-of-buy-build.aspx>

Berlinske (2012), *Nikolai Steensgaard, Mærsk fokuserer med frasalg*

<https://www.berlinske.dk/virksomheder/maersk-fokuserer-med-frasalg>

Berlinske (2018) – *kapitalfonde er en vigtig del af erhvervslivets økosystem*

<https://www.berlinske.dk/opinion/kapitalfonde-er-en-vigtig-del-af-erhvervslivets-oekosystem>

Borsen (2014). *Børsen er det rigtige hjem for OW Bunker*

[https://penge.borsen.dk/artikel/1/279806/kapitalfond\\_boersen\\_er\\_det\\_rigtige\\_hjem\\_for\\_ow\\_bunker.html](https://penge.borsen.dk/artikel/1/279806/kapitalfond_boersen_er_det_rigtige_hjem_for_ow_bunker.html)

Borsen (2013) – *For dyrt når junior overtager*

[https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/265513/erhvervsledere\\_for\\_dyrt\\_naar\\_junior\\_overtager\\_firmaet.html](https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/265513/erhvervsledere_for_dyrt_naar_junior_overtager_firmaet.html)

Butler (2001), Book: *The alchemy of LBO's*

[http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/lbo\\_alchemy.pdf?fbclid=IwAR0JSOHwxwKyK846MIjwY4N7EPKxEJJw5FOwbdmd49rhdKZFpfpLD5Erjg](http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/lbo_alchemy.pdf?fbclid=IwAR0JSOHwxwKyK846MIjwY4N7EPKxEJJw5FOwbdmd49rhdKZFpfpLD5Erjg)

Cram (1997) – *The Event Study*

<http://web.mit.edu/doncram/www/eventstudy.html>

DCVA rapport (2008) –

<https://www.yumpu.com/da/document/read/3558755/kapitalfonde-i-2008-dvca>

DVCA rapport (2016) – *Introduktion til venture og kapitalfonde*

<https://dvca.dk/wp-content/uploads/2016/11/Introduktion-til-venture-og-kapitalfonde.pdf>

DVCA (2018), *Kapitalfonde i 2017/18*

<https://dvca.dk/wp-content/uploads/2018/06/DVCA-%C3%A5rsskrift-DK-version.pdf>

DFL Law Firm (2018) – *What Is Private Equity*

[https://www.dfalaw.co.uk/faq\\_type/what-is-private-equity-and-how-does-a-buyout-work/](https://www.dfalaw.co.uk/faq_type/what-is-private-equity-and-how-does-a-buyout-work/)

Diller, J-curve – the Private Equity J-Curve: cash flow considerations from primary and secondary points of view

[https://www.capdyn.com/Customer-Content/www/news/PDFs/the-private-equity-j-curve\\_private-equity-mathematics\\_apr-09\\_2\\_.pdf](https://www.capdyn.com/Customer-Content/www/news/PDFs/the-private-equity-j-curve_private-equity-mathematics_apr-09_2_.pdf)

Erasmus (Deloitte 2016), *When is a Company Financially Distressed?*

<https://www.accountancysa.org.za/analysis-when-is-a-company-financially-distressed/>

Henriette Kinnunen (2019), *Danmark har brug for kapitalfonde – som blot er en ejerskabsform blandt mange*

<https://pov.international/hurra-for-kapitalfonde-og-diversitet/>

HVCA (2012), *Private Equity and Venture Capital*.

[www.hvca.hu/en/pevc-explained/private-equity/the-development-of-private-equity-and-venture-capital/](http://www.hvca.hu/en/pevc-explained/private-equity/the-development-of-private-equity-and-venture-capital/)

Implement (2019), Peter Christensen & Morten Søndergaard, *Operationelle forbedringer øger virksomhedens værdi*

<https://scm.dk/fagfolk-skriver-operationelle-forbedringer-%C3%B8ger-virksomhedens-v%C3%A6rdi>

Investeurope (2017). *European Private Equity activity*

<https://www.investeurope.eu/media/711867/invest-europe-2017-european-private-equity-activity.pdf>

IRR & Sequence number <https://www.investment-and-finance.net/investment/i/j-curve-effect.html>

: <http://slideplayer.com/slide/6870860/> - slide 51

Kay Mûller, *Investesting in Private Equity Partners -*

[https://books.google.dk/books?id=JTFK7AWepylC&pg=PA99&redir\\_esc=y#v=onepage&q&f=false](https://books.google.dk/books?id=JTFK7AWepylC&pg=PA99&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false)

Kroman Reumert (2017). *Rapport – Private Equity optager største andel af samlet M&A marked*

<https://www.kromannreumert.com/Nyheder/2017/04/Ny-rapport-Private-equity-optager-stoerre-andel-af-samlet-MA-marked>

Nordea (2017), *Harald Grøn, Nordisk IPO-marked trodser udfordrende makroøkonomisk år*

<https://dvca.dk/wp-content/uploads/2016/11/Nordisk-IPO-marked-trodser-et-udfordrende-makro%C3%B8konomisk-%C3%A5r-Nordea-Marts-2017.pdf>

NWC (2017), *Net Working Capital (NWC)*

<http://investeringsbloggen.dk/net-working-capital-nwc/>

Nykredit (2019) – *Private Equity SPEAS*

<https://www.nykredit.dk/din-virksomhed/behov/investering/pleje-af-formue/private-equity---speas/>

PEI - Private Equity international, (2019) – *Database Private Equity International Top 300*

<https://www.privateequityinternational.com/database/#/pei-300>

Pindur, D. (2007). Value Creation in Successful LBOs. Phd, The University of Ulm.

PWC (2015) – *Forøg værdien af virksomheden med working capital management*  
<https://www.pwc.dk/da/restrukturering/assets/pwc-working-capital-management.pdf>

PWC (2016), *Claus Høegh-Jensen, Incitamentsaflønnings betydning for værdiskabelse*  
<https://www.pwc.dk/da/arrangementer/2016/claus.pdf>

Schacht (2018), *Om tre år har Danmark tabt alt til Sverige*  
<https://bootstrapping.dk/om-tre-aar-har-danmark-tabt-alt-til-sverige/>

Statista (2017). *Private Equity investments in Europe by industry*  
<https://www.statista.com/statistics/256655/private-equity-investments-in-europe-by-industry/>

Street of Walls (2015), *Private Equity Industry Overview, History of Private Equity and Leveraged Buyouts*  
<http://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/private-equity-training/private-equity-industry-overview/>

Smith (1990), Corporate ownership, Structure and Performance: The case of Management Buyouts, fra side 46: - tilgået 18/11/2019  
<https://books.google.dk/books?id=ySgll08z4HsC&pg=PA46&lpg=PA46&dq=smith%20Corporate%20Ownership%20Structure%20and%20Performance%3A%20The%20case%20of%20Management%20Buyouts&source=bl&ots=RgeIW2V3JX&sig=ACfU3U3-KIRG7V7po6B36lzaP0ikaCxHvQ&hl=da&sa=X&ved=2ahUKEwjhnKz87-PmAUhSaQKHZAqAZcQ6AEwCXoECAoQAAQ&fbclid=IwAR3e8mteSP1J4x4Dj8JdJhzPK-amxoK9Y-ae2p-TtAesCPq3KcB7bS3BFHk#v=onepage&q=smith%20Corporate%20Ownership%20Structure%20and%20Performance%3A%20The%20case%20of%20Management%20Buyouts&f=false> – tilgået 15/10/2019

WS (2015), What is Return on ASSETS (ROA)  
<https://www.wallstreetmojo.com/return-on-assets-roa/>

### **Artikler og studier:**

Achleitner, A., Braun, R., Engel, N., Figge, C. and Tapperner, F., 2010. Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe. *Journal of Private Equity*, 13., 2.

Acharya., Gottschalg ., 2013., *Corporate Governance and value creation. The Review of Financial Studies*

Brigl, M., Rose, J., Meerkaat, H., Liechtenstein, H., Prats, M. J., & Herrera, A. (2008). *The Advantage of Persistence - How the Best Private Equity Firms 'Beat the Fade'*

BCG, Private Equity – *engaging growth*, 2012  
<https://www.bcg.com/documents/file95414.pdf>

Berg, Achim & Gottschalg (2003). *Understanding Value Generation in Buyouts. –insead*  
[https://flora.insead.edu/fichiersti\\_wp/inseadwp2003/2003-26.pdf](https://flora.insead.edu/fichiersti_wp/inseadwp2003/2003-26.pdf)

Berg and Gottschalg 2005., *Understand Value generation.*, *The Review of Financial Studies* vol 24.

James Gong & Steve Yuching Wu. (2011) "CEO Turnover in Private Equity Sponsored Leveraged Buyouts."

Jensen, Michael C. (1989). *Eclipse of the Public Corporation*. *Harvard Business Review*

Kaplan, Steven N. (1989). *The effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value*, *Journal of Finance*

Kaplan, Steven N., & Per Stromberg (2008). Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, <https://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/ksjep.pdf>

Kaplan., S. N . (1989): *The effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value*. *Journal of Financial Economics*.

Levis, M (2011) *The performance of Private Equity-backed IPOs*.

Loos., Value Creation in LBO's (2005)., *Journal of Financial Economics* vol. 24

Matthews, G., Bye, M., & Howland, J. (2009). *Operational Improvement: Columbia Law Review*

Mogdiliani & Miller 1963., *The cost of capital*. *The American review*

Møller, Michael., Parum, Claus., *Valg af kapitalstruktur*, 1999, CBS

Penman 2013, *Financial Statement Valuation.*, Mcgrath and Hill

Pindur, D. (2007). *Value Creation in Successful LBOs*. Phd, The University of Ulm.

(PWC, Dixon and Moore) - *PWC rapport om kapitalfondes værdiskabelse gennem kultur*

<https://www.pwc.com/gx/en/services/advisory/deals/deals-report/private-equity/how-private-equity-buyers-can-turn-culture-from-a-deal-breaker-t.html?fbclid=IwAR2VcTCTF9cFysamVLjDIOB9u2AYtMBUIC5OVEXRGZDrDEc84tDBH-I32ik>

Spliid, Robert. (2007). *Kapitalfonde*. Boersens Forlag.

Vinten, Frederik, Thomsen, Steen: "A Review of Private Equity" – *Center for Corporate Finance, Copenhagen Business School*, 2008.

Zattoni, Alessandro & Thomas Douglas & William Judge (2013), *Developing Corporate Governance Theory through Qualitative Research*, *Corporate Governance: An International review*, 2013

### **Bøger:**

Andersen Michael, Rohde Carsten, (2012), *Virksomhedens økonomistyring 3. udgave.*, Jurist og økonomforbundets forlag

Baker, Filbeck, Kiyamaz, (2015) *Private Equity: Opportunities and Risks.*, H. Kent Baker, Greg Filbeck, Halil Kiyamaz

[https://books.google.dk/books?id=\\_ReCCQAAQBAJ&pg=PA320&lpg=PA320&dq=professional+network+pe-fund&source=bl&ots=a02VbDmwhL&sig=ACfU3U1Hg0o11arwtlGji4oLcs1u\\_Czk5A&hl=da&sa=X&ved=2ahUKEwjS4pah-OfmAhWyPOwKHSMXAOUQ6AEwEnoECA0QAAQ#v=onepage&q=professional%20network%20pe-fund&f=false](https://books.google.dk/books?id=_ReCCQAAQBAJ&pg=PA320&lpg=PA320&dq=professional+network+pe-fund&source=bl&ots=a02VbDmwhL&sig=ACfU3U1Hg0o11arwtlGji4oLcs1u_Czk5A&hl=da&sa=X&ved=2ahUKEwjS4pah-OfmAhWyPOwKHSMXAOUQ6AEwEnoECA0QAAQ#v=onepage&q=professional%20network%20pe-fund&f=false) – tilgået 1/12/2019

Ib Andersen, (2013)., *Den skinbarlige virkelighed.*, *Vidensproduktion i samfundsvidenskaberne 5. udgave*

Plenborg, Kinserdal, Petersen, 2017, Financial Statement Analysis, “*Valuation, Credit Analysis – Performance Evaluation*”

Spliid, Robert, *Kapitalfondes metoder og kompetencer*, *Ph.D. skolen for Økonomi og Ledelse* (2014): [https://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/8934/Robert\\_Spliid.pdf?sequence=1](https://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/8934/Robert_Spliid.pdf?sequence=1)

# Bilag

## Bilag 1: EBITDA-margin udregning:

| Targetselskaber              | Selskab                      |        |      |      |                                      |      |      |  |
|------------------------------|------------------------------|--------|------|------|--------------------------------------|------|------|--|
|                              | EBITDA margin, ikke justeret |        |      |      | Delta Perf                           |      |      |  |
|                              | EBITDA margin, ikke justeret |        |      |      | EBITDA margin, medring ikke justeret |      |      |  |
|                              | t-1                          | t+1    | t+2  | t+3  | t+1                                  | t+2  | t+3  |  |
| FIT BIOTECH OY               | -32,4                        | -287,1 |      |      | -254,7                               |      |      |  |
| OREKO AB                     | -0,1                         | -0,3   | -2,3 | -0,5 | -0,2                                 | -2,2 | -0,4 |  |
| VELOXIS PHARMACEUTICALS AS   | -13,8                        | -2,7   | -2,7 | -2,7 | 11,1                                 | 11,1 | 11,1 |  |
| PRONOVA BIOPHARMA ASA        | 0,4                          | 0,5    | 0,5  | 0,4  | 0,1                                  | 0,1  | 0,1  |  |
| ELECTROMAGNETIC GEOSERV      | 0,2                          | -0,2   | -0,7 | 0,0  | -0,4                                 | -0,8 | -0,2 |  |
| ADVANCED PROD & LOADING      | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| MINESTO AB                   | -0,8                         | -0,5   |      |      | 0,3                                  |      |      |  |
| SAVO-SOLAR OYJ               | -1,3                         | -0,3   | -2,1 |      | 1,0                                  | -0,8 |      |  |
| NORDAX GROUP AB              | 0,7                          | 0,6    | 0,6  |      | -0,1                                 | -0,1 |      |  |
| RESURS HOLDING AB            | 0,1                          | 0,2    | 0,3  |      | 0,1                                  | 0,2  |      |  |
| INTRUM JUSTITIA AB           | 0,2                          | 0,2    | 0,2  | 0,2  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| ATTENDO AB                   | 0,1                          | 0,1    | 0,1  |      | 0,0                                  | 0,0  |      |  |
| CAPIO AB                     | 0,1                          | 0,1    | 0,1  |      | 0,0                                  | 0,0  |      |  |
| PIHLAJALINNA PLC             | 0,1                          | 0,1    | 0,1  |      | 0,0                                  | 0,0  |      |  |
| NEXSTIM PLC                  | -2,2                         | -3,9   | -2,5 | -2,0 | -1,7                                 | -0,3 | 0,3  |  |
| SCIBASE HOLDING AB           | -22,1                        | -7,9   | -7,9 | -7,9 | 14,2                                 | 14,2 | 14,2 |  |
| CHR.HANSEN HOLDINGS AS       | 0,3                          | 0,3    | 0,3  | 0,3  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| NORDIC WATERPROOFING HOLDING | 0,2                          | 0,2    | 0,3  |      | 0,1                                  | 0,1  |      |  |
| MQ HOLDING AB                | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| PANDORA AS                   | 0,4                          | 0,3    | 0,2  | 0,3  | -0,1                                 | -0,2 | -0,1 |  |
| XXL SPORT & VILLMARK AS      | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| KAPPAHL                      | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| FOOTWAY GROUP AB             | 0,0                          | 0,1    | 0,1  |      | 0,0                                  | 0,0  |      |  |
| COMHEM HOLDING AB            | 0,5                          | 0,5    | 0,4  | 0,4  | 0,0                                  | 0,0  | -0,1 |  |
| KONGSBERG AUTOMOTIVE ASA     | 0,2                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | -0,1 | -0,1 |  |
| ALIMAK GROUP AB              | 0,2                          | 0,2    | 0,1  |      | 0,0                                  | -0,1 |      |  |
| BRAVIDA HOLDING AB           | 0,1                          | 0,1    | 0,1  |      | 0,0                                  | 0,0  |      |  |
| CONSTITUTION GROUP PLC       | 0,0                          | 0,0    | 0,0  |      | 0,0                                  | 0,0  |      |  |
| TROAX GROUP AB               | 0,2                          | 0,2    | 0,2  |      | 0,0                                  | 0,0  |      |  |
| LINDAB INTL AB               | 0,1                          | 0,2    | 0,2  | 0,1  | 0,1                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| BUFAB HOLDING AB             | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| BULTEN AB                    | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| HMS NETWORKS AB              | 0,3                          | 0,3    | 0,2  | 0,2  | 0,0                                  | -0,1 | 0,0  |  |
| NEDERMAN HOLDING AB          | 0,1                          | 0,1    | 0,0  | 0,1  | 0,0                                  | -0,1 | 0,0  |  |
| ALFA LAVAL AB                | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| BE GROUP AB                  | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,0  | 0,0                                  | 0,0  | -0,1 |  |
| TEAM TANKERS INTL LTD        | 0,1                          | 0,1    |      |      | 0,1                                  |      |      |  |
| RENONORDEN ASA               | 0,2                          | 0,2    | 0,0  |      | 0,0                                  | -0,1 |      |  |
| SALCOMP PLC                  | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| ASETEK AS                    | -0,2                         | -0,4   | -0,1 | 0,1  | -0,2                                 | 0,2  | 0,3  |  |
| AFFECTO OYJ                  | 0,2                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | -0,1                                 | 0,0  | -0,1 |  |
| TRANSMODE AB                 | 0,2                          | 0,2    | 0,2  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | -0,1 |  |
| ELTEL AB                     | 0,0                          | 0,0    | 0,0  |      | 0,0                                  | 0,0  |      |  |
| CERMAQ ASA                   | 0,1                          | 0,2    | 0,1  | 0,0  | 0,1                                  | 0,0  | -0,1 |  |
| SALMAR ASA                   | 0,4                          | 0,2    | 0,3  | 0,4  | -0,2                                 | -0,2 | -0,1 |  |
| SCANDI STANDARD AB           | 0,1                          | 0,1    | 0,1  |      | 0,0                                  | 0,0  |      |  |
| NEAS ASA                     | 0,1                          | -0,1   | 0,0  | 0,0  | -0,1                                 | 0,0  | 0,0  |  |
| ISS A/S                      | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| HUMANA AB                    | 0,0                          | 0,0    | 0,1  |      | 0,0                                  | 0,0  |      |  |
| ZALARIS ASA                  | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| COOR SERVICE MANAGEMENT      | 0,1                          | 0,1    |      |      | 0,0                                  |      |      |  |
| KOTIPIZZA GROUP OYJ          | 0,1                          | 0,1    | 0,1  |      | 0,0                                  | 0,0  |      |  |
| SCANDIC HOTELS GROUP AB      | 0,1                          | 0,1    | 0,1  |      | 0,0                                  | 0,0  |      |  |
| DUSTIN AB (PUBL)             | 0,0                          | 0,0    | 0,0  |      | 0,0                                  | 0,0  |      |  |
| DUNI AB                      | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| NOBIA AB                     | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| BALLINGSLOEV INTERNATIONAL   | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| INWIDO AB                    | 0,1                          | 0,1    | 0,1  | 0,1  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| THULE GROUP AB               | 0,2                          | 0,2    | 0,2  | 0,2  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |
| DOMETIC GROUP AB             | 0,1                          | 0,2    | 0,2  |      | 0,0                                  | 0,0  |      |  |
| EUROPRIAS ASA                | 0,1                          | 0,1    |      |      | 0,0                                  |      |      |  |
| TOKMANNI                     | 0,1                          | 0,2    | 0,2  |      | 0,1                                  | 0,1  |      |  |
| MATAS AS                     | 0,2                          | 0,2    | 0,2  | 0,2  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |  |



| Peers               |      |      |      |                |      |      | Peers jurterat |     |     |                         |
|---------------------|------|------|------|----------------|------|------|----------------|-----|-----|-------------------------|
| EBITDA margin peers |      |      |      | EBITDA madring |      |      | Adj deltaparf  |     |     | Endring, peers jurterat |
| t-1                 | t+1  | t+2  | t+3  | t+1            | t+2  | t+3  | t+1            | t+2 | t+3 |                         |
| -1,5                | -1,5 | -1,5 | -1,5 | 0,1            | 0,1  | 0,1  | 0              | -2  | 0   |                         |
| -12,8               | -8,5 | -8,5 | -8,5 | 4,3            | 4,3  | 4,3  | 7              | 7   | 7   |                         |
| -2,2                | -1,0 | -1,0 | -1,0 | 1,2            | 1,2  | 1,2  | -1             | -1  | -1  |                         |
| 0,8                 | 0,8  | 0,8  | 0,8  | -0,1           | -0,1 | -0,1 | 0              | -1  | 0   |                         |
| 0,5                 | 0,6  | 0,6  | 0,6  | 0,1            | 0,1  | 0,1  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              |     |     |                         |
| -34,0               | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 34,4           | 34,4 | 34,4 | -33            | -35 |     |                         |
| 0,6                 | 0,5  | 0,5  | 0,5  | -0,1           | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   |     |                         |
| 0,6                 | 0,5  | 0,5  | 0,5  | -0,1           | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   |     |                         |
| 0,6                 | 0,5  | 0,5  | 0,5  | -0,1           | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,0                 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | -0,1           | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   |     |                         |
| 0,0                 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | -0,1           | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   |     |                         |
| 0,0                 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | -0,1           | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   |     |                         |
| -1,6                | -0,5 | -0,5 | -0,5 | 1,1            | 1,1  | 1,1  | -3             | -1  | -1  |                         |
| -8,7                | -4,1 | -4,1 | -4,1 | 4,6            | 4,6  | 4,6  | 10             | 10  | 10  |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1            | 0,1  | 0,1  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,3                 | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,2                 | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,0                 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,2                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,0                 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,0                 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,2                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | -0,1           | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1            | 0,1  | 0,1  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,3                 | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,1            | 0,1  | 0,1  | 0              |     |     |                         |
| 0,1                 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,3                 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | -0,3           | -0,3 | -0,3 | 0              | 0   | 0   |                         |
| -2,5                | -1,0 | -1,0 | -1,0 | 1,5            | 1,5  | 1,5  | -2             | -1  | -1  |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1            | 0,1  | 0,1  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,1                 | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,1            | 0,1  | 0,1  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,2                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | -0,1           | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,2                 | 0,2  | 0,2  | 0,2  | -0,1           | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   |     |                         |
| 0,2                 | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -1,0           | -1,0 | -1,0 | 1              | 1   | 1   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,2                 | 0,2  | 0,2  | 0,2  | -0,1           | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              |     |     |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,5                 | 0,5  | 0,5  | 0,5  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,2                 | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,0                 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              |     |     |                         |
| 0,0                 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,0                 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |

| Tart of ikke jurtarat tal |      |            |          |        |          |          |        |          |    |        |    |
|---------------------------|------|------------|----------|--------|----------|----------|--------|----------|----|--------|----|
| t-1sst+1                  |      |            | t-1sst+2 |        |          | t-1sst+3 |        |          |    |        |    |
| Diff                      | Sign | Rank       | Diff     | Sign   | Rank     | Diff     | Sign   | Rank     |    |        |    |
| -254,7                    | -    | 254,7      | 63       |        |          |          |        |          |    |        |    |
| -0,209                    | -    | 0,20867208 | 55       | -2,208 | - 2,2078 | 56       | -0,391 | - 0,3908 | 35 |        |    |
| 11,136                    | +    | 11,1361281 | 61       | 11,136 | +        | 11,136   | 57     | 11,136   | +  | 11,136 | 36 |
| 0,0949                    | +    | 0,09494688 | 47       | 0,1177 | +        | 0,1177   | 47     | 0,077    | +  | 0,077  | 26 |
| -0,36                     | -    | 0,35958907 | 58       | -0,849 | -        | 0,8494   | 55     | -0,207   | -  | 0,2069 | 32 |
| 0,0095                    | +    | 0,00945415 | 17       | 0,0243 | +        | 0,0243   | 29     | 0,02     | +  | 0,02   | 13 |
| 0,2897                    | +    | 0,28970609 | 57       |        |          |          |        |          |    |        |    |
| 0,9617                    | +    | 0,96168014 | 59       | -0,799 | -        | 0,7991   | 54     |          |    |        |    |
| -0,069                    | -    | 0,06918736 | 46       | -0,094 | -        | 0,0938   | 45     |          |    |        |    |
| 0,1                       | +    | 0,1        | 52       | 0,15   | +        | 0,15     | 49     |          |    |        |    |
|                           |      |            |          |        |          |          |        |          |    |        |    |
| -0,022                    | -    | 0,02210242 | 35       | -0,024 | -        | 0,0244   | 30     | 0,0187   | +  | 0,0187 | 11 |
| 0,0058                    | +    | 0,00575577 | 10       | 0,0059 | +        | 0,0059   | 11     |          |    |        |    |
| -0,008                    | -    | 0,00769582 | 13       | -0,012 | -        | 0,0116   | 20     |          |    |        |    |
| -0,022                    | -    | 0,02161908 | 34       | -0,015 | -        | 0,0148   | 23     |          |    |        |    |
| -1,655                    | -    | 1,65492064 | 60       | -0,288 | -        | 0,2882   | 53     | 0,2769   | +  | 0,2769 | 33 |
| 14,199                    | +    | 14,198992  | 62       | 14,199 | +        | 14,199   | 58     | 14,199   | +  | 14,199 | 37 |
| 0,0144                    | +    | 0,01436781 | 24       | 0,0305 | +        | 0,0305   | 32     | 0,0279   | +  | 0,0279 | 15 |
| 0,06                      | +    | 0,06       | 45       | 0,07   | +        | 0,07     | 41     |          |    |        |    |
| 0,0216                    | +    | 0,0215892  | 33       | -0,003 | -        | 0,0029   | 4      | -0,033   | -  | 0,0329 | 17 |
| -0,107                    | -    | 0,10749586 | 51       | -0,201 | -        | 0,201    | 52     | -0,13    | -  | 0,1299 | 31 |
| -0,003                    | -    | 0,00318338 | 5        | -0,009 | -        | 0,0095   | 16     | -0,02    | -  | 0,0198 | 12 |
| 0,015                     | +    | 0,01501909 | 26       | -0,018 | -        | 0,0176   | 27     | -0,018   | -  | 0,0179 | 10 |
| 0,0176                    | +    | 0,0175578  | 31       | 0,0073 | +        | 0,0073   | 13     |          |    |        |    |
| -0,037                    | -    | 0,03653952 | 40       | -0,045 | -        | 0,0452   | 35     | -0,092   | -  | 0,0923 | 28 |
| -0,035                    | -    | 0,0345519  | 39       | -0,06  | -        | 0,0599   | 40     | -0,108   | -  | 0,108  | 29 |
| -0,035                    | -    | 0,03450965 | 38       | -0,072 | -        | 0,0725   | 42     |          |    |        |    |
| 0,0055                    | +    | 0,00554899 | 9        | 0,004  | +        | 0,004    | 6      |          |    |        |    |
| 0,0052                    | +    | 0,00516286 | 8        | -0,038 | -        | 0,0378   | 33     |          |    |        |    |
| 0,0481                    | +    | 0,04812413 | 42       | 0,0026 | +        | 0,0026   | 3      |          |    |        |    |
| 0,0528                    | +    | 0,05275352 | 43       | 0,0458 | +        | 0,0458   | 36     | -0,035   | -  | 0,0348 | 18 |
| -0,019                    | -    | 0,01872963 | 32       | -0,005 | -        | 0,0048   | 9      | -0,008   | -  | 0,0078 | 5  |
| -0,015                    | -    | 0,01462614 | 25       | -0,015 | -        | 0,0146   | 22     | -0,015   | -  | 0,0146 | 8  |
| 0,041                     | +    | 0,04101451 | 41       | -0,085 | -        | 0,0848   | 44     | -0,004   | -  | 0,0045 | 2  |
| 0,0101                    | +    | 0,01011465 | 19       | -0,081 | -        | 0,0811   | 43     | -0,038   | -  | 0,038  | 21 |
| 0,003                     | +    | 0,00295564 | 4        | -0,005 | -        | 0,0046   | 8      | -0,016   | -  | 0,0159 | 9  |
| 0,0034                    | +    | 0,00340405 | 6        | 0,0026 | +        | 0,0026   | 2      | -0,115   | -  | 0,1146 | 30 |
| 0,0575                    | +    | 0,0575056  | 44       |        |          |          |        |          |    |        |    |
| -0,012                    | -    | 0,0116667  | 21       | -0,136 | -        | 0,1361   | 48     |          |    |        |    |
| -0,002                    | -    | 0,00225246 | 3        | -0,048 | -        | 0,0481   | 37     | -0,046   | -  | 0,0461 | 22 |
| -0,192                    | -    | 0,19196766 | 54       | 0,1594 | +        | 0,1594   | 50     | 0,3476   | +  | 0,3476 | 34 |
| -0,1                      | -    | 0,09980242 | 49       | -0,049 | -        | 0,049    | 39     | -0,081   | -  | 0,0812 | 27 |
| 0,0098                    | +    | 0,00983494 | 18       | -0,01  | -        | 0,0097   | 17     | -0,069   | -  | 0,0692 | 24 |
| -0,024                    | -    | 0,02391877 | 37       | -0,048 | -        | 0,0483   | 38     |          |    |        |    |
| 0,0995                    | +    | 0,0994733  | 48       | -0,01  | -        | 0,0104   | 19     | -0,058   | -  | 0,0575 | 23 |
| -0,231                    | -    | 0,231386   | 56       | -0,165 | -        | 0,1654   | 51     | -0,075   | -  | 0,0747 | 25 |
| 0,0156                    | +    | 0,01558244 | 28       | 0,0057 | +        | 0,0057   | 10     |          |    |        |    |
| -0,111                    | -    | 0,11083802 | 53       | -0,016 | -        | 0,0155   | 24     | -0,037   | -  | 0,0371 | 20 |
| 0,0087                    | +    | 0,00871521 | 16       | 0,0094 | +        | 0,0094   | 15     | 0,0019   | +  | 0,0019 | 1  |
| 0,006                     | +    | 0,006      | 11       | 0,01   | +        | 0,01     | 18     |          |    |        |    |
| -0,011                    | -    | 0,01050516 | 20       | -0,004 | -        | 0,004    | 7      | -0,03    | -  | 0,0302 | 16 |
| -0,012                    | -    | 0,01234757 | 22       |        |          |          |        |          |    |        |    |
| -0,014                    | -    | 0,0135097  | 23       | 0,0038 | +        | 0,0038   | 5      |          |    |        |    |
| 0,0232                    | +    | 0,0231789  | 36       | 0,0163 | +        | 0,0163   | 25     |          |    |        |    |
| -0,002                    | -    | 0,00153752 | 2        | -0,003 | -        | 0,0026   | 1      |          |    |        |    |
| 0,0064                    | +    | 0,00635027 | 12       | 0,0173 | +        | 0,0173   | 26     | 0,0145   | +  | 0,0145 | 7  |
| 0,0013                    | +    | 0,00134821 | 1        | 0,0136 | +        | 0,0136   | 21     | 0,0054   | +  | 0,0054 | 4  |
| 0,0084                    | +    | 0,0084147  | 15       | 0,0084 | +        | 0,0084   | 14     | -0,022   | -  | 0,0223 | 14 |
| 0,0153                    | +    | 0,01534414 | 27       | 0,0426 | +        | 0,0426   | 34     | 0,0142   | +  | 0,0142 | 6  |
| 0,0162                    | +    | 0,01620799 | 29       | 0,0259 | +        | 0,0259   | 31     | 0,035    | +  | 0,035  | 19 |
| 0,0173                    | +    | 0,01725537 | 30       | 0,0203 | +        | 0,0203   | 28     |          |    |        |    |
| 0,0034                    | +    | 0,00340497 | 7        |        |          |          |        |          |    |        |    |
| 0,1                       | +    | 0,1        | 50       | 0,1    | +        | 0,1      | 46     |          |    |        |    |
| 0,0083                    | +    | 0,00834926 | 14       | 0,0063 | +        | 0,0063   | 12     | -0,005   | -  | 0,0053 | 3  |

| Test of parallelism |              |      |          |              |      |          |              |      |
|---------------------|--------------|------|----------|--------------|------|----------|--------------|------|
| t-122t+1            |              |      | t-122t+2 |              |      | t-122t+3 |              |      |
| Diff                | Sign at diff | Rank | Diff     | Sign at diff | Rank | Diff     | Sign at diff | Rank |
| -0,286              | -            | 53   | -2,285   | -            | 55   | -0,468   | -            | 31   |
| 6,819               | +            | 60   | 6,819    | +            | 56   | 6,819    | +            | 36   |
| -1,146              | -            | 57   | -1,124   | -            | 52   | -1,164   | -            | 34   |
| -0,296              | -            | 54   | -0,786   | -            | 50   | -0,143   | -            | 26   |
| -0,101              | -            | 47   | -0,086   | -            | 42   | -0,09    | -            | 22   |
| 0,3117              | +            | 55   |          |              |      |          |              |      |
| -33,39              | -            | 62   | -35,15   | -            | 58   |          |              |      |
| -0,003              | -            | 5    | -0,028   | -            | 21   |          |              |      |
| 0,1763              | +            | 51   | 0,2163   | +            | 48   |          |              |      |
|                     |              |      |          |              |      |          |              |      |
| 0,0442              | +            | 33   | 0,0419   | +            | 27   | 0,085    | +            | 21   |
| 0,0645              | +            | 40   | 0,0646   | +            | 35   |          |              |      |
| 0,051               | +            | 36   | 0,0471   | +            | 30   |          |              |      |
| 0,0371              | +            | 29   | 0,044    | +            | 28   |          |              |      |
| -2,757              | -            | 59   | -1,39    | -            | 54   | -0,825   | -            | 32   |
| 9,6207              | +            | 61   | 9,6207   | +            | 57   | 9,6207   | +            | 37   |
| 0,0062              | +            | 10   | 0,0223   | +            | 17   | 0,0197   | +            | 9    |
| 0,0518              | +            | 37   | 0,0618   | +            | 33   |          |              |      |
| -0,052              | -            | 38   | -0,076   | -            | 37   | -0,106   | -            | 23   |
| -0,142              | -            | 49   | -0,236   | -            | 49   | -0,164   | -            | 27   |
| 0,0016              | +            | 2    | -0,005   | -            | 3    | -0,015   | -            | 6    |
| -0,007              | -            | 12   | -0,039   | -            | 25   | -0,04    | -            | 14   |
| -0,008              | -            | 13   | -0,018   | -            | 11   |          |              |      |
| -0,003              | -            | 4    | -0,011   | -            | 8    | -0,059   | -            | 19   |
| -0,038              | -            | 30   | -0,063   | -            | 34   | -0,112   | -            | 24   |
| -0,041              | -            | 31   | -0,079   | -            | 38   |          |              |      |
| 0,0108              | +            | 15   | 0,0092   | +            | 5    |          |              |      |
| 0,0017              | +            | 3    | -0,041   | -            | 26   |          |              |      |
| 0,0772              | +            | 44   | 0,0317   | +            | 23   |          |              |      |
| 0,0678              | +            | 41   | 0,0608   | +            | 32   | -0,02    | -            | 10   |
| -0,059              | -            | 39   | -0,045   | -            | 29   | -0,048   | -            | 16   |
| 0,0166              | +            | 20   | 0,0166   | +            | 10   | 0,0166   | +            | 7    |
| 0,0441              | +            | 32   | -0,082   | -            | 40   | -0,001   | -            | 1    |
| 0,0768              | +            | 43   | -0,014   | -            | 9    | 0,0287   | +            | 12   |
| 0,0279              | +            | 28   | 0,0204   | +            | 15   | 0,009    | +            | 5    |
| -0,049              | -            | 34   | -0,05    | -            | 31   | -0,167   | -            | 28   |
| -0,05               | -            | 35   |          |              |      |          |              |      |
| 0,0211              | +            | 26   | -0,103   | -            | 44   |          |              |      |
| 0,2594              | +            | 52   | 0,2136   | +            | 47   | 0,2156   | +            | 30   |
| -1,705              | -            | 58   | -1,354   | -            | 53   | -1,166   | -            | 35   |
| -0,159              | -            | 50   | -0,108   | -            | 45   | -0,14    | -            | 25   |
| 0,0153              | +            | 17   | -0,004   | -            | 2    | -0,064   | -            | 20   |
| 0,0014              | +            | 1    | -0,023   | -            | 18   |          |              |      |
| -0,016              | -            | 18   | -0,126   | -            | 46   | -0,173   | -            | 29   |
| -0,139              | -            | 48   | -0,073   | -            | 36   | 0,0178   | +            | 8    |
| 0,0909              | +            | 46   | 0,0811   | +            | 39   |          |              |      |
| 0,8676              | +            | 56   | 0,9629   | +            | 51   | 0,9413   | +            | 33   |
| 0,0101              | +            | 14   | 0,0108   | +            | 7    | 0,0033   | +            | 3    |
| -0,004              | -            | 8    | -0,01    | -            | 6    |          |              |      |
| 0,0773              | +            | 45   | 0,0839   | +            | 41   | 0,0577   | +            | 18   |
| -0,004              | -            | 9    |          |              |      |          |              |      |
| -0,015              | -            | 16   | 0,002    | +            | 1    |          |              |      |
| -0,019              | -            | 24   | -0,026   | -            | 20   |          |              |      |
| -0,019              | -            | 23   | -0,02    | -            | 14   |          |              |      |
| 0,0181              | +            | 21   | 0,0291   | +            | 22   | 0,0263   | +            | 11   |
| -0,007              | -            | 11   | 0,0057   | +            | 4    | -0,003   | -            | 2    |
| -0,019              | -            | 22   | -0,019   | -            | 12   | -0,049   | -            | 17   |
| -0,003              | -            | 6    | 0,0243   | +            | 19   | -0,004   | -            | 4    |
| 0,0223              | +            | 27   | 0,032    | +            | 24   | 0,0412   | +            | 15   |
| 0,0164              | +            | 19   | 0,0194   | +            | 13   |          |              |      |
| 0,0035              | +            | 7    |          |              |      |          |              |      |
| 0,0726              | +            | 42   | 0,1      | +            | 43   |          |              |      |
| -0,019              | -            | 25   | -0,021   | -            | 16   | -0,033   | -            | 13   |

Bilag 2: omsætning per. medarbejder udregning:

| Targetselskaber              | Salgskat                 |     |      |     |                                  |      |      |
|------------------------------|--------------------------|-----|------|-----|----------------------------------|------|------|
|                              | Omsætning                |     |      |     | Delta Perf                       |      |      |
|                              | Omsætning, ikke justeret |     |      |     | Omsætning, ændring ikke justeret |      |      |
|                              | t-1                      | t+1 | t+2  | t+3 | t-1                              | t+2  | t+3  |
| FIT BIOTECH OY               | 0,0                      | 0,0 |      |     | 0,0                              |      |      |
| ORERO AB                     |                          |     |      |     |                                  |      |      |
| VELONIS PHARMACEUTICALS AS   | 0,2                      | 0,8 | 0,8  | 0,8 | 0,6                              | 0,6  | 0,6  |
| PRONOVA BIOPHARMA ASA        | 3,2                      | 4,4 | 5,5  | 5,5 | 1,2                              | 2,2  | 2,3  |
| ELECTROMAGNETIC GEOSERV      | 0,8                      | 0,5 | 0,3  | 0,4 | -0,3                             | -0,4 | -0,4 |
| ADVANCED PROD & LOADING      | 3,6                      | 8,1 | 1,2  | 1,1 | 4,5                              | -2,4 | -2,5 |
| MINESTO AB                   |                          |     |      |     |                                  |      |      |
| SAVO-SOLAR OYJ               | 0,2                      | 0,1 | 0,0  |     | -0,1                             | -0,2 |      |
| NORDAX GROUP AB              | 6,0                      | 5,5 | 7,4  |     | -0,5                             | 1,4  |      |
| RESURS HOLDING AB            |                          |     |      |     |                                  |      |      |
| INTRUM JUSTITIA AB           | 1,0                      | 1,0 | 1,0  | 1,0 | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| ATTENDO AB                   | 0,6                      | 0,5 | 0,5  |     | -0,1                             | -0,2 |      |
| CAPIO AB                     | 1,1                      | 1,1 | 1,2  |     | 0,1                              | 0,1  |      |
| PIHLAJALINNA PLC             | 0,1                      | 0,1 | 0,1  |     | 0,0                              | 0,0  |      |
| NEXSTIM PLC                  | 0,1                      | 0,1 | 0,1  | 0,1 | 0,0                              | 0,1  | 0,1  |
| SOIBASE HOLDING AB           | 0,1                      | 0,3 | 0,3  | 0,3 | 0,1                              | 0,1  | 0,1  |
| CHR.HANSEN HOLDINGS AS       | 0,2                      | 0,3 | 0,3  | 0,3 | 0,0                              | 0,1  | 0,1  |
| NORDIC WATERPROOFING HOLDING | 0,3                      | 0,5 |      |     | 0,2                              |      |      |
| MO HOLDING AB                | 2,3                      | 2,4 | 2,3  | 2,3 | 0,1                              | 0,1  | 0,0  |
| PANDORA AS                   | 1,1                      | 1,3 | 1,1  | 1,3 | 0,1                              | 0,0  | 0,2  |
| XXL SPORT & VILLMARK AS      | 1,4                      | 1,8 | 1,8  | 2,1 | 0,4                              | 0,5  | 0,7  |
| KAPPAHL                      | 1,6                      | 1,6 | 1,7  | 1,7 | -0,1                             | 0,1  | 0,1  |
| FOOTWAY GROUP AB             | 4,8                      | 9,8 | 14,8 |     | 5,0                              | 9,9  |      |
| COMHEM HOLDING AB            | 4,6                      | 4,4 | 5,1  | 7,3 | -0,2                             | 0,5  | 2,7  |
| KONGSBERG AUTOMOTIVE ASA     | 1,0                      | 1,0 | 1,0  | 0,1 | 0,0                              | -0,1 | -0,9 |
| ALIMAK GROUP AB              | 1,6                      | 1,9 | 1,7  |     | 0,3                              | 0,1  |      |
| BRAVIDA HOLDING AB           | 1,3                      | 1,5 | 1,6  |     | 0,2                              | 0,3  |      |
| CONSTIGROUP PLC              | 0,3                      | 0,3 | 0,3  |     | 0,0                              | 0,0  |      |
| TROAX GROUP AB               | 0,2                      | 0,2 | 0,2  |     | 0,0                              | 0,0  |      |
| LINDAB INTL AB               | 1,3                      | 1,8 | 1,9  | 1,6 | 0,5                              | 0,6  | 0,3  |
| BUFAB HOLDING AB             | 2,6                      | 2,6 | 3,0  | 2,9 | 0,0                              | 0,4  | 0,2  |
| BULTEH AB                    | 1,7                      | 1,6 | 1,6  | 1,6 | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| HMS NETWORKS AB              | 1,6                      | 1,9 | 1,5  | 1,8 | 0,3                              | -0,1 | 0,2  |
| NEDERMAN HOLDING AB          | 1,5                      | 1,7 | 1,6  | 1,2 | 0,2                              | 0,1  | -0,3 |
| ALFA LAVAL AB                | 1,6                      | 1,5 | 1,6  | 1,7 | -0,1                             | -0,1 | 0,1  |
| BE GROUP AB                  | 6,3                      | 8,0 | 7,4  | 4,9 | 1,7                              | 1,1  | -1,4 |
| TEAM TANKERS INTL LTD        | 0,3                      | 0,2 |      |     | -0,1                             |      |      |
| RENONORDEN ASA               | 0,9                      | 1,1 | 0,9  |     | 0,2                              | 0,1  |      |
| SALCOMP PLC                  | 0,0                      | 0,0 | 0,0  | 0,0 | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| ASETEK AS                    | 0,3                      | 0,3 | 0,5  | 0,6 | 0,0                              | 0,2  | 0,3  |
| AFFECTO OYJ                  |                          | 0,1 | 0,1  | 0,1 |                                  |      |      |
| TRANSMODE AB                 | 3,2                      | 3,8 | 3,6  | 3,3 | 0,6                              | 0,4  | 0,1  |
| ELTEL AB                     | 0,1                      | 0,1 | 0,2  |     | 0,0                              | 0,0  |      |
| CERMAQ ASA                   | 1,3                      | 1,9 | 1,9  | 2,4 | 0,6                              | 0,6  | 1,1  |
| SALMAR ASA                   | 2,9                      | 3,1 | 4,2  | 5,8 | 0,2                              | 1,2  | 2,8  |
| SCANDI STANDARD AB           | 1,9                      | 3,2 | 3,6  |     | 1,4                              | 1,7  |      |
| NEAS ASA                     | 1,0                      | 1,5 | 1,9  | 1,9 | 0,6                              | 0,9  | 1,0  |
| ISS A/S                      | 0,1                      | 0,2 | 0,2  | 0,2 | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| HUMANA AB                    | 0,9                      | 1,5 |      |     | 0,6                              |      |      |
| ZALARIS ASA                  | 0,7                      | 0,8 | 0,8  | 0,7 | 0,1                              | 0,1  | 0,0  |
| COOR SERVICE MANAGEMENT      | 1,1                      | 1,2 |      |     | 0,1                              |      |      |
| KOTIPIZZA GROUP OYJ          | 1,0                      | 1,6 | 6,9  |     | 0,5                              | 5,9  |      |
| SCANDIC HOTELS GROUP AB      | 1,1                      | 2,3 | 1,5  |     | 1,2                              | 0,4  |      |
| DUSTIN AB (PUBL)             | 8,1                      | 9,2 | 8,3  |     | 1,1                              | 0,2  |      |
| DUNI AB                      | 3,2                      | 2,1 | 2,3  | 2,1 | -1,0                             | -0,9 | -1,0 |
| NOBIA AB                     | 1,6                      | 1,7 | 1,9  | 1,9 | 0,1                              | 0,3  | 0,3  |
| BALLINGSLOEV INTERNATIONAL   | 0,7                      | 0,7 | 0,8  | 1,1 | 0,0                              | 0,0  | 0,4  |
| INWIDO AB                    | 1,4                      | 1,5 | 1,4  | 1,5 | 0,1                              | 0,0  | 0,1  |
| THULE GROUP AB               | 2,0                      | 2,7 | 2,6  | 2,7 | 0,7                              | 0,6  | 0,7  |
| DOMETIC GROUP AB             | 1,3                      | 1,9 | 1,7  |     | 0,6                              | 0,4  |      |
| EUROPRIAS ASA                | 3,4                      | 3,3 |      |     | -0,1                             |      |      |
| TOKMANNI                     | 1,5                      | 1,8 | 2,3  |     | 0,3                              | 0,8  |      |
| MATAS AS                     | 1,6                      | 1,5 | 1,6  | 1,6 | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |

| Peers                    |      |      |      |                                 |      |      | Peers jurterat          |     |     |  |
|--------------------------|------|------|------|---------------------------------|------|------|-------------------------|-----|-----|--|
| Omri entel enrette peers |      |      |      | Omri entel enrette peers mading |      |      | Adjeltaport             |     |     |  |
| t-1                      |      |      |      | t-1                             |      |      | Endring, peers jurterat |     |     |  |
| t+1                      |      |      |      | t+2                             |      |      | t+1                     |     |     |  |
| t+2                      |      |      |      | t+3                             |      |      | t+2                     |     |     |  |
| t+3                      |      |      |      | t+4                             |      |      | t+3                     |     |     |  |
| 0,8                      | 0,7  | 0,7  | 0,7  | -0,1                            | -0,1 | -0,1 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                      | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 0,6                             | 0,6  | 0,6  | 1                       | 2   | 2   |  |
| 0,6                      | 1,0  | 1,1  | 1,1  | 0,4                             | 0,5  | 0,5  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,8                      | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 4                       | -3  | -3  |  |
| 1,4                      | 1,7  | 1,7  | 1,7  | 0,3                             | 0,3  | 0,3  |                         |     |     |  |
| 21,5                     | 47,5 | 63,2 | 63,2 | 26,0                            | 41,7 | 41,7 | -26                     | -40 |     |  |
| 2,1                      | 2,1  | 2,2  | 2,2  | -0,1                            | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   |     |  |
| 2,1                      | 2,1  | 2,2  | 2,2  | -0,1                            | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   |     |  |
| 2,1                      | 2,1  | 2,2  | 2,2  | -0,1                            | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,1                      | 0,1  | 0,2  | 0,2  | 0,1                             | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                      | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 0,1                             | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 4,5                      | 4,7  | 5,7  | 5,7  | 0,2                             | 1,2  | 1,2  | 0                       | -1  | -1  |  |
| 4,51                     | 4,72 | 5,7  | 5,7  | 0,2                             |      |      | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,9                      | 1,1  | 1,2  | 1,2  | 0,2                             | 0,3  | 0,3  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,6                      | 1,7  | 1,7  | 1,7  | 0,1                             | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,1                      | 1,3  | 1,2  | 1,2  | 0,2                             | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 1   |  |
| 0,1                      | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 0,7                             | 0,7  | 0,7  | -1                      | -1  | -1  |  |
| 4,2                      | 4,6  | 3,8  | 3,8  | 0,4                             | -0,4 | -0,4 | 5                       | 10  |     |  |
| 3,7                      | 5,1  | 3,6  | 3,6  | 1,4                             | -0,2 | -0,2 | -2                      | 1   | 3   |  |
| 1,0                      | 1,1  | 1,0  | 1,0  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0                       | 0   | -1  |  |
| 0,2                      | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0                       | 0   |     |  |
| 2,4                      | 2,5  | 2,5  | 2,5  | 0,1                             | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   |     |  |
| 1,3                      | 2,8  | 2,3  | 2,3  | 1,5                             | 1,0  | 1,0  | -1                      | -1  |     |  |
| 1,8                      | 1,8  | 1,7  | 1,7  | 0,0                             | -0,1 | -0,1 | 0                       | 0   |     |  |
| 2,5                      | 3,1  | 4,2  | 4,2  | 0,6                             | 1,7  | 1,7  | 0                       | -1  | -1  |  |
| 2,2                      | 2,8  | 2,9  | 2,9  | 0,6                             | 0,7  | 0,7  | -1                      | 0   | 0   |  |
| 2,4                      | 2,2  | 2,2  | 2,2  | -0,2                            | -0,2 | -0,2 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                      | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,3                      | 0,3  | 0,2  | 0,2  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,7                      | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,5                      | 0,9  | 0,6  | 0,6  | 0,3                             | 0,1  | 0,1  | 1                       | 1   | -2  |  |
| 10,2                     | 6,3  |      |      | -3,8                            |      |      | 4                       |     |     |  |
| 0,9                      | 1,0  | 1,0  | 1,0  | 0,1                             | 0,2  | 0,2  | 0                       | 0   |     |  |
| 6,1                      | 5,0  | -1,0 | -1,0 | -1,1                            | -7,1 | -7,1 | 1                       | 7   | 7   |  |
| 0,7                      | 1,8  | 10,9 | 10,9 | 1,2                             | 10,3 | 10,3 | -1                      | -10 | -10 |  |
| 0,8                      | 1,0  | 1,0  | 1,0  | 0,1                             | 0,2  | 0,2  |                         |     |     |  |
| 0,9                      | 1,0  | 1,0  | 1,0  | 0,1                             | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 2,6                      | 2,3  | 2,4  | 2,4  | -0,3                            | -0,2 | -0,2 | 0                       | 0   |     |  |
| 4,1                      | 2,8  | 3,1  | 3,1  | -1,3                            | -1,0 | -1,0 | 2                       | 2   | 2   |  |
| 2,8                      | 3,1  | 3,9  | 3,9  | 0,3                             | 1,1  | 1,1  | 0                       | 0   | 2   |  |
| 10,9                     | 11,8 | 14,0 | 14,0 | 0,9                             | 3,1  | 3,1  | 0                       | -1  |     |  |
| 1,6                      | 1,5  | 1,0  | 1,0  | -0,1                            | -0,6 | -0,6 | 1                       | 2   | 2   |  |
| 0,2                      | 0,2  | 0,3  | 0,3  | 0,0                             | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                      | 0,2  |      |      | 0,0                             | -0,2 |      | 1                       | 0   | 0   |  |
| 1,3                      | 1,3  | 1,3  | 1,3  | 0,0                             | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,6                      | 0,6  | 0,7  | 0,7  | -0,1                            | 0,1  | 0,1  | 0                       |     |     |  |
| 0,1                      | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 1                       | 6   |     |  |
| 1,2                      | 1,3  | 1,7  | 1,7  | 0,2                             | 0,5  | 0,5  | 1                       | 0   |     |  |
| 1,5                      | 1,9  | 1,8  | 1,8  | 0,3                             | 0,3  | 0,3  | 1                       | 0   |     |  |
| 1,6                      | 1,7  | 1,7  | 1,7  | 0,1                             | 0,1  | 0,1  | -1                      | -1  | -1  |  |
| 1,6                      | 1,7  | 1,7  | 1,7  | 0,1                             | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,7                      | 0,8  | 0,8  | 0,8  | 0,0                             | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 3,6                      | 4,0  | 3,8  | 3,8  | 0,4                             | 0,2  | 0,2  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                      | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 1                       | 1   | 1   |  |
| 0,2                      | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 1                       | 0   |     |  |
| 0,4                      | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0                       |     |     |  |
| 2                        | 1,8  |      |      | -0,2                            |      |      | 1                       |     |     |  |
| 2,0                      | 1,8  | 1,5  | 1,5  | -0,1                            | -0,5 | -0,5 | 0                       | 1   | 0   |  |

| Test af ikke justeret tal |      |            |            |         |      |            |      |         |      |        |      |
|---------------------------|------|------------|------------|---------|------|------------|------|---------|------|--------|------|
| t-1 >> t+1                |      |            | t-1 >> t+2 |         |      | t-1 >> t+3 |      |         |      |        |      |
| Diff                      | Sign | Rank       | Diff       | Sign    | Rank | Diff       | Sign | Rank    | Diff | Sign   | Rank |
| -0,002060606              | -    | 0,00206061 | 1          |         |      |            |      |         |      |        |      |
| 0,590669048               | +    | 0,59066905 | 46         | 0,5907  | +    | 0,5907     | 41   | 0,5907  | +    | 0,5907 | 24   |
| 1,161915131               | +    | 1,16191513 | 53         | 2,2235  | +    | 2,2235     | 50   | 2,2846  | +    | 2,2846 | 32   |
| -0,30620225               | -    | 0,30620225 | 39         | -0,4414 | -    | 0,4414     | 35   | -0,3714 | -    | 0,3714 | 23   |
| 4,469173744               | +    | 4,46917374 | 57         | -2,3829 | -    | 2,3829     | 51   | -2,4648 | -    | 2,4648 | 33   |
| -0,103885714              | -    | 0,10388571 | 22         | -0,2049 | -    | 0,2049     | 28   |         |      |        |      |
| -0,46                     | -    | 0,46       | 41         | 1,4004  | +    | 1,4004     | 48   |         |      |        |      |
| 0,029587582               | +    | 0,02958758 | 15         | -0,0012 | -    | 0,0012     | 1    | -0,0115 | -    | 0,0115 | 2    |
| -0,125744449              | -    | 0,12574445 | 26         | -0,1715 | -    | 0,1715     | 26   |         |      |        |      |
| 0,058232565               | +    | 0,05823257 | 17         | 0,078   | +    | 0,078      | 20   |         |      |        |      |
| 0,003713266               | +    | 0,00371327 | 2          | 0,0024  | +    | 0,0024     | 3    |         |      |        |      |
| 0,024375                  | +    | 0,024375   | 12         | 0,0531  | +    | 0,0531     | 15   | 0,0558  | +    | 0,0558 | 9    |
| 0,146492754               | +    | 0,14649275 | 29         | 0,1465  | +    | 0,1465     | 25   | 0,1465  | +    | 0,1465 | 14   |
| 0,04163846                | +    | 0,04163846 | 16         | 0,0505  | +    | 0,0505     | 13   | 0,062   | +    | 0,062  | 10   |
| 0,117133461               | +    | 0,11713346 | 25         | 0,069   | +    | 0,069      | 19   | -0,0189 | -    | 0,0189 | 6    |
| 0,145481229               | +    | 0,14548123 | 28         | -0,0021 | -    | 0,0021     | 2    | 0,1932  | +    | 0,1932 | 16   |
| 0,445086508               | +    | 0,44508651 | 40         | 0,4504  | +    | 0,4504     | 37   | 0,689   | +    | 0,689  | 25   |
| -0,07216951               | -    | 0,07216951 | 19         | 0,0587  | +    | 0,0587     | 16   | 0,0542  | +    | 0,0542 | 8    |
| 5,00395528                | +    | 5,00395528 | 58         | 9,9487  | +    | 9,9487     | 53   |         |      |        |      |
| -0,24423974               | -    | 0,24423974 | 35         | 0,4947  | +    | 0,4947     | 38   | 2,6745  | +    | 2,6745 | 34   |
| -0,020281443              | -    | 0,02028144 | 11         | -0,0797 | -    | 0,0797     | 21   | -0,9372 | -    | 0,9372 | 27   |
| 0,250864225               | +    | 0,25086423 | 36         | 0,0521  | +    | 0,0521     | 14   |         |      |        |      |
| 0,19161512                | +    | 0,19161512 | 33         | 0,2915  | +    | 0,2915     | 30   |         |      |        |      |
| 0,026595807               | +    | 0,02659581 | 13         | 0,0251  | +    | 0,0251     | 11   |         |      |        |      |
| 0,029483607               | +    | 0,02948361 | 14         | 0,0168  | +    | 0,0168     | 5    |         |      |        |      |
| 0,526659566               | +    | 0,52665957 | 42         | 0,5711  | +    | 0,5711     | 39   | 0,294   | +    | 0,294  | 18   |
| -0,00536424               | -    | 0,00536424 | 5          | 0,4107  | +    | 0,4107     | 34   | 0,2263  | +    | 0,2263 | 17   |
| -0,017085355              | -    | 0,01708535 | 8          | -0,0171 | -    | 0,0171     | 6    | -0,0171 | -    | 0,0171 | 5    |
| 0,271029683               | +    | 0,27102968 | 37         | -0,1243 | -    | 0,1243     | 24   | 0,1888  | +    | 0,1888 | 15   |
| 0,160641016               | +    | 0,16064102 | 31         | 0,1125  | +    | 0,1125     | 22   | -0,3491 | -    | 0,3491 | 21   |
| -0,146742127              | -    | 0,14674213 | 30         | -0,0601 | -    | 0,0601     | 17   | 0,0988  | +    | 0,0988 | 12   |
| 1,69037677                | +    | 1,69037677 | 56         | 1,1438  | +    | 1,1438     | 46   | -1,4136 | -    | 1,4136 | 31   |
| -0,115047554              | -    | 0,11504755 | 24         |         |      |            |      |         |      |        |      |
| 0,238439982               | +    | 0,23843998 | 34         | 0,0603  | +    | 0,0603     | 18   |         |      |        |      |
| 0,009462599               | +    | 0,0094626  | 6          | 0,0203  | +    | 0,0203     | 7    | 0,0103  | +    | 0,0103 | 1    |
| 0,004513636               | +    | 0,00451364 | 4          | 0,1954  | +    | 0,1954     | 27   | 0,3332  | +    | 0,3332 | 19   |
| 0,579347111               | +    | 0,57934711 | 45         | 0,4449  | +    | 0,4449     | 36   | 0,131   | +    | 0,131  | 13   |
| 0,00424704                | +    | 0,00424704 | 3          | 0,0226  | +    | 0,0226     | 9    |         |      |        |      |
| 0,59848233                | +    | 0,59848233 | 48         | 0,6114  | +    | 0,6114     | 42   | 1,0994  | +    | 1,0994 | 30   |
| 0,175644524               | +    | 0,17564452 | 32         | 1,2436  | +    | 1,2436     | 47   | 2,8225  | +    | 2,8225 | 35   |
| 1,386780393               | +    | 1,38678039 | 55         | 1,6916  | +    | 1,6916     | 49   |         |      |        |      |
| 0,56922963                | +    | 0,56922963 | 44         | 0,9463  | +    | 0,9463     | 45   | 0,9597  | +    | 0,9597 | 28   |
| 0,010587076               | +    | 0,01058708 | 7          | 0,0121  | +    | 0,0121     | 4    | 0,0164  | +    | 0,0164 | 4    |
| 0,6                       | +    | 0,6        | 49         |         |      |            |      |         |      |        |      |
| 0,09436502                | +    | 0,09436502 | 21         | 0,1169  | +    | 0,1169     | 23   | -0,036  | -    | 0,036  | 7    |
| 0,081771776               | +    | 0,08177178 | 20         |         |      |            |      |         |      |        |      |
| 0,548625786               | +    | 0,54862579 | 43         | 5,8565  | +    | 5,8565     | 52   |         |      |        |      |
| 1,243715571               | +    | 1,24371557 | 54         | 0,3701  | +    | 0,3701     | 32   |         |      |        |      |
| 1,123228694               | +    | 1,12322869 | 52         | 0,2167  | +    | 0,2167     | 29   |         |      |        |      |
| -1,029180173              | -    | 1,02918017 | 51         | -0,8968 | -    | 0,8968     | 44   | -1,0461 | -    | 1,0461 | 29   |
| 0,114259988               | +    | 0,11425999 | 23         | 0,323   | +    | 0,323      | 31   | 0,3426  | +    | 0,3426 | 20   |
| -0,017377515              | -    | 0,01737751 | 9          | 0,0336  | +    | 0,0336     | 12   | 0,364   | +    | 0,364  | 22   |
| 0,137858466               | +    | 0,13785847 | 27         | 0,0206  | +    | 0,0206     | 8    | 0,0634  | +    | 0,0634 | 11   |
| 0,698496377               | +    | 0,69849638 | 50         | 0,589   | +    | 0,589      | 40   | 0,7076  | +    | 0,7076 | 26   |
| 0,591517796               | +    | 0,5915178  | 47         | 0,3984  | +    | 0,3984     | 33   |         |      |        |      |
| -0,065908421              | -    | 0,06590842 | 18         |         |      |            |      |         |      |        |      |
| 0,3                       | +    | 0,3        | 38         | 0,8     | +    | 0,8        | 43   |         |      |        |      |
| -0,017851547              | -    | 0,01785155 | 10         | 0,0237  | +    | 0,0237     | 10   | 0,0162  | +    | 0,0162 | 3    |

Test af peers justeret tal

| t-1 >> t+1 |               |            |      | t-1 >> t+2 |               |        |      | t-1 >> t+3 |               |        |      |
|------------|---------------|------------|------|------------|---------------|--------|------|------------|---------------|--------|------|
| Diff       | Signalet diff |            | Rang | Diff       | Signalet diff |        | Rang | Diff       | Signalet diff |        | Rang |
| 0,0108     | +             | 0,01079963 | 1    | 0,0108     | +             | 0,0108 | 2    | 0,0108     | +             | 0,0108 | 1    |
| 0,785      | +             | 0,78497495 | 42   | 1,7282     | +             | 1,7282 | 45   | 1,7892     | +             | 1,7892 | 29   |
| -0,321     | -             | 0,32102733 | 31   | -0,3992    | -             | 0,3992 | 32   | -0,3292    | -             | 0,3292 | 16   |
| 4,2138     | +             | 4,21383347 | 53   | -2,7004    | -             | 2,7004 | 46   | -2,7823    | -             | 2,7823 | 31   |
| -26,412    | -             | 26,4116779 | 55   | -40,268    | -             | 40,268 | 51   |            |               |        |      |
| -0,0658    | -             | 0,06582096 | 12   | -0,2769    | -             | 0,2769 | 27   |            |               |        |      |
| 0,1182     | +             | 0,11815605 | 18   | -0,0274    | -             | 0,0274 | 4    |            |               |        |      |
| 0,0626     | +             | 0,06263675 | 11   | -0,1031    | -             | 0,1031 | 15   |            |               |        |      |
| -0,0257    | -             | 0,02566799 | 6    | -0,0407    | -             | 0,0407 | 7    | -0,038     | -             | 0,038  | 4    |
| 0,0175     | +             | 0,01754481 | 3    | 0,0175     | +             | 0,0175 | 3    | 0,0175     | +             | 0,0175 | 2    |
| -0,1166    | -             | 0,11658548 | 17   | -1,1073    | -             | 1,1073 | 41   | -1,0958    | -             | 1,0958 | 23   |
| -0,1032    | -             | 0,10316376 | 15   | -0,2371    | -             | 0,2371 | 26   | -0,325     | -             | 0,325  | 15   |
| 0,0633     | +             | 0,06330373 | 10   | -0,1322    | -             | 0,1322 | 17   | 0,063      | +             | 0,063  | 6    |
| 0,1976     | +             | 0,19758325 | 26   | 0,3014     | +             | 0,3014 | 29   | 0,54       | +             | 0,54   | 19   |
| -0,729     | -             | 0,72903457 | 41   | -0,6363    | -             | 0,6363 | 35   | -0,6408    | -             | 0,6408 | 20   |
| 4,5722     | +             | 4,57216051 | 54   | 10,344     | +             | 10,344 | 50   |            |               |        |      |
| -1,6066    | -             | 1,60657922 | 50   | 0,6679     | +             | 0,6679 | 36   | 2,8477     | +             | 2,8477 | 32   |
| -0,0679    | -             | 0,06786573 | 13   | -0,0344    | -             | 0,0344 | 5    | -0,892     | -             | 0,892  | 22   |
| 0,2381     | +             | 0,23811354 | 27   | 0,0455     | +             | 0,0455 | 8    |            |               |        |      |
| 0,1415     | +             | 0,14152751 | 20   | 0,1792     | +             | 0,1792 | 22   |            |               |        |      |
| -1,4285    | -             | 1,42849323 | 49   | -0,9967    | -             | 0,9967 | 37   |            |               |        |      |
| -0,014     | -             | 0,01401105 | 2    | 0,088      | +             | 0,088  | 13   |            |               |        |      |
| -0,0934    | -             | 0,09344792 | 14   | -1,0807    | -             | 1,0807 | 40   | -1,3579    | -             | 1,3579 | 25   |
| -0,5899    | -             | 0,58994259 | 36   | -0,2775    | -             | 0,2775 | 28   | -0,4619    | -             | 0,4619 | 17   |
| 0,1535     | +             | 0,15348622 | 22   | 0,1535     | +             | 0,1535 | 19   | 0,1535     | +             | 0,1535 | 10   |
| 0,2451     | +             | 0,24511703 | 28   | -0,0917    | -             | 0,0917 | 11   | 0,2214     | +             | 0,2214 | 11   |
| 0,1701     | +             | 0,17008043 | 25   | 0,1587     | +             | 0,1587 | 21   | -0,303     | -             | 0,303  | 14   |
| -0,1653    | -             | 0,16529068 | 24   | -0,0624    | -             | 0,0624 | 11   | 0,0966     | +             | 0,0966 | 7    |
| 1,3536     | +             | 1,35355545 | 48   | 1,0134     | +             | 1,0134 | 38   | -1,544     | -             | 1,544  | 27   |
| 3,7155     | +             | 3,71547472 | 52   |            |               |        |      |            |               |        |      |
| 0,1305     | +             | 0,13054172 | 19   | -0,1034    | -             | 0,1034 | 16   |            |               |        |      |
| 1,0913     | +             | 1,09127123 | 45   | 7,113      | +             | 7,113  | 48   | 7,103      | +             | 7,103  | 33   |
| -1,1793    | -             | 1,17930747 | 47   | -10,101    | -             | 10,101 | 49   | -9,9629    | -             | 9,9629 | 34   |
| 0,4917     | +             | 0,49166344 | 33   | 0,3562     | +             | 0,3562 | 30   | 0,0422     | +             | 0,0422 | 5    |
| 0,2919     | +             | 0,29187957 | 30   | 0,1905     | +             | 0,1905 | 24   |            |               |        |      |
| 1,927      | +             | 1,92703396 | 51   | 1,5813     | +             | 1,5813 | 44   | 2,0693     | +             | 2,0693 | 30   |
| -0,1462    | -             | 0,1462206  | 21   | 0,1443     | +             | 0,1443 | 18   | 1,7232     | +             | 1,7232 | 28   |
| 0,4911     | +             | 0,49106583 | 32   | -1,4536    | -             | 1,4536 | 42   |            |               |        |      |
| 0,7058     | +             | 0,70580504 | 39   | 1,5259     | +             | 1,5259 | 43   | 1,5293     | +             | 1,5293 | 26   |
| -0,0238    | -             | 0,02384455 | 5    | -0,0381    | -             | 0,0381 | 6    | -0,0338    | -             | 0,0338 | 3    |
| 0,6        | +             | 0,6        | 38   |            |               |        |      |            |               |        |      |
| 0,0618     | +             | 0,06175335 | 9    | 0,0535     | +             | 0,0535 | 9    | -0,0994    | -             | 0,0994 | 8    |
| 0,1564     | +             | 0,15643737 | 23   |            |               |        |      |            |               |        |      |
| 0,5202     | +             | 0,52017082 | 35   | 5,8605     | +             | 5,8605 | 47   |            |               |        |      |
| 1,0567     | +             | 1,05665276 | 44   | -0,1579    | -             | 0,1579 | 20   |            |               |        |      |
| 0,8        | +             | 0,80002976 | 43   | -0,082     | -             | 0,082  | 12   |            |               |        |      |
| -1,1728    | -             | 1,17284557 | 46   | -1,0183    | -             | 1,0183 | 39   | -1,1675    | -             | 1,1675 | 24   |
| 0,0181     | +             | 0,01812138 | 4    | 0,2146     | +             | 0,2146 | 25   | 0,2342     | +             | 0,2342 | 12   |
| -0,054     | -             | 0,05404137 | 8    | -0,061     | -             | 0,061  | 10   | 0,2694     | +             | 0,2694 | 13   |
| -0,2584    | -             | 0,25838918 | 29   | -0,1804    | -             | 0,1804 | 23   | -0,1376    | -             | 0,1376 | 9    |
| 0,7158     | +             | 0,71576567 | 40   | 0,6028     | +             | 0,6028 | 34   | 0,7214     | +             | 0,7214 | 21   |
| 0,5929     | +             | 0,59285178 | 37   | 0,3931     | +             | 0,3931 | 31   |            |               |        |      |
| -0,0528    | -             | 0,05280286 | 7    |            |               |        |      |            |               |        |      |
| 0,5        | +             | 0,5        | 34   | 0          | +             | 0      | 1    |            |               |        |      |
| 0,1058     | +             | 0,10583492 | 16   | 0,502      | +             | 0,502  | 33   | 0,4945     | +             | 0,4945 | 18   |

### Bilag 3: CAPEX udregning:

| Targetselskaber              | Selskab              |        |       |       |                             |      |      |
|------------------------------|----------------------|--------|-------|-------|-----------------------------|------|------|
|                              | CAPEX, ikke justeret |        |       |       | Vækt i CAPEX, ikke justeret |      |      |
|                              | t-1                  | t+1    | t+2   | t+3   | t+1                         | t+2  | t+3  |
| FIT BIOTECH OY               | 0,3                  | 0,2    |       |       | -0,5                        |      |      |
| OREXO AB                     | 1,1                  | 4,6    | 49,3  | 1,7   | 3,1                         | 43,0 | 0,5  |
| VELOXIS PHARMACEUTICALS AS   | 13,6                 | 5,9    | 5,9   | 5,9   | -0,6                        | -0,6 | -0,6 |
| PRONOVA BIOPHARMA ASA        | 192,7                | 1366,3 | 855,7 | 63,5  | 6,1                         | 3,4  | -0,7 |
| ELECTROMAGNETIC GEOSERV      | 12,7                 | 6,4    | 6,3   | 3,3   | -0,5                        | -0,5 | -0,7 |
| ADVANCED PROD & LOADING      | 54,7                 | 9,7    | 2,9   | 3,3   | -0,8                        | -0,9 | -0,9 |
| MINESTO AB                   | 0,1                  | 0,2    |       |       | 1,3                         |      |      |
| SAVO-SOLAR OYJ               | 0,4                  | 1,1    | 0,2   |       | 1,7                         | -0,6 |      |
| NORDAX GROUP AB              |                      |        |       |       |                             |      |      |
| RESURS HOLDING AB            |                      |        |       |       |                             |      |      |
| INTRUM JUSTITIA AB           | 76,7                 | 49,7   | 37,1  | 34,7  | -0,4                        | -0,5 | -0,5 |
| ATTENDO AB                   | 193,0                | 170,0  | 914,0 |       | -0,1                        | 3,7  |      |
| CAPIO AB                     | 433,0                | 465,0  | 525,0 |       | 0,1                         | 0,2  |      |
| PIHLAJALINNA PLC             | 10,4                 | 4,9    | 10,1  |       | -0,5                        | 0,0  |      |
| NEXSTIM PLC                  | 0,2                  | 0,4    | 0,3   | 0,1   | 0,6                         | 0,3  | -0,4 |
| SCIBASE HOLDING AB           | 2,2                  | 1,0    | 1,0   | 1,0   | -0,6                        | -0,6 | -0,6 |
| CHR.HANSEN HOLDINGS AS       | 11,1                 | 22,1   | 40,5  | 52,7  | 1,0                         | 2,6  | 3,7  |
| NORDIC WATERPROOFING HOLDING | 14                   | 17     | 18    |       | 0,2                         | 0,3  |      |
| MR HOLDING AB                | 33,3                 | 42,4   | 32,0  | 22,1  | 0,3                         | 0,0  | -0,3 |
| PANDORA AS                   | 102,8                | 150,0  | 167,0 | 178,0 | 0,5                         | 0,6  | 0,7  |
| XXL SPORT & VILLMARK AS      | 152,0                | 149,0  | 239,0 | 304,0 | 0,0                         | 0,6  | 1,0  |
| KAPPAHL                      | 237,0                | 692,0  | 260,4 | 177,8 | 1,9                         | 0,1  | -0,2 |
| FOOTWAY GROUP AB             | 9,9                  | 8,3    | 9,2   |       | -0,2                        | -0,1 |      |
| COMHEM HOLDING AB            | 613,6                | 594,2  | 497,0 | 636,0 | 0,0                         | -0,2 | 0,0  |
| KONGSBERG AUTOMOTIVE ASA     | 89,3                 | 147,0  | 213,0 | 39,3  | 0,6                         | 1,4  | -0,6 |
| ALIMAK GROUP AB              | 66,0                 | 57,0   | 43,2  |       | -0,1                        | -0,3 |      |
| BRAVIDA HOLDING AB           | 15,0                 | 19,0   | 16,0  |       | 0,3                         | 0,1  |      |
| CONSTIGROUP PLC              | 2,2                  | 1,9    | 1,4   |       | -0,1                        | -0,3 |      |
| TROAX GROUP AB               | 2,0                  | 3,0    | 2,8   |       | 0,5                         | 0,4  |      |
| LINDAB INTL AB               | 203,0                | 182,0  | 275,0 | 162,0 | -0,1                        | 0,4  | -0,2 |
| BUFAB HOLDING AB             | 22,0                 | 25,0   | 29,0  | 61,0  | 0,1                         | 0,3  | 1,8  |
| BULTEN AB                    | 48,8                 | 100,2  | 100,2 | 100,2 | 1,1                         | 1,1  | 1,1  |
| HMS NETWORKS AB              | 8,6                  | 2,5    | 2,4   | 6,4   | -0,7                        | -0,7 | -0,3 |
| NEDERMAN HOLDING AB          | 8,2                  | 12,5   | 15,7  | 8,5   | 0,5                         | 0,9  | 0,0  |
| ALFA LAVAL AB                | 274,9                | 266,1  | 396,9 | 323,7 | 0,0                         | 0,4  | 0,2  |
| BE GROUP AB                  | 40,5                 | 60,7   | 45,3  | 29,0  | 0,5                         | 0,1  | -0,3 |
| TEAM TANKERS INTL LTD        | 25,2                 | 76,6   |       |       | 2,0                         |      |      |
| RENOHORDEN ASA               | 24,0                 | 20,3   | 40,9  |       | -0,2                        | 0,7  |      |
| SALCOMP PLC                  | 5,3                  | 11,1   | 5,3   | 1,6   | 1,1                         | 0,0  | -0,7 |
| ASETEK AS                    | 0,1                  | 0,2    | 0,9   | 1,1   | 1,0                         | 9,0  | 11,2 |
| AFFECTO OYJ                  | 0,3                  | 0,9    | 1,2   | 2,0   | 2,1                         | 3,3  | 6,2  |
| TRANSMODE AB                 | 3,5                  | 9,8    | 10,5  | 11,6  | 1,8                         | 2,0  | 2,3  |
| ELTEL AB                     | 10,0                 | 14,1   | 14,1  |       | 0,4                         | 0,4  |      |
| CERMAQ ASA                   | 172,8                | 270,1  | 484,4 | 821,3 | 0,6                         | 1,8  | 3,8  |
| SALMAR ASA                   | 136,2                | 133,7  | 254,1 | 307,9 | 0,0                         | 0,9  | 1,3  |
| SCANDI STANDARD AB           | 91,0                 | 206,5  | 265,4 |       | 1,3                         | 1,9  |      |
| NEAS ASA                     | 6,6                  | 24,5   | 4,1   | 3,4   | 2,7                         | -0,4 | -0,5 |
| ISS A/S                      | 902,0                | 913,0  | 875,0 | 742,0 | 0,0                         | 0,0  | -0,2 |
| HUMANA AB                    | 28                   | 32     | 38,2  |       | 0,1                         | 0,4  |      |
| ZALARIS ASA                  | 1,4                  | 4,5    | 1,6   | 19,4  | 2,1                         | 0,1  | 12,6 |
| COOR SERVICE MANAGEMENT      | 35,0                 | 37,0   |       |       | 0,1                         |      |      |
| KOTIPIZZA GROUP OYJ          | 0,4                  | 0,6    | 0,1   |       | 0,7                         | -0,7 |      |
| SCANDIC HOTELS GROUP AB      | 682,4                | 719,0  | 964,0 |       | 0,1                         | 0,4  |      |
| DUSTIN AB (PUBL)             | 6,6                  | 3,8    | 9,2   |       | -0,4                        | 0,4  |      |
| DUNI AB                      | 204,0                | 145,0  | 125,0 | 240,0 | -0,3                        | -0,4 | 0,2  |
| NOBIA AB                     | 208,0                | 284,0  | 357,0 | 452,0 | 0,4                         | 0,7  | 1,2  |
| BALLINGSLOEV INTERNATIONAL   | 32,1                 | 37,7   | 73,2  | 92,0  | 0,2                         | 1,3  | 1,9  |
| INWIDO AB                    | 73,3                 | 113,4  | 137,2 | 159,9 | 0,5                         | 0,9  | 1,2  |
| THULE GROUP AB               | 96,0                 | 101,0  | 132,0 | 128,0 | 0,1                         | 0,4  | 0,3  |
| DOMETIC GROUP AB             | 160,0                | 205,0  | 206,0 |       | 0,3                         | 0,9  |      |
| EUROPRIS ASA                 | 84,5                 | 75,4   |       |       | -0,1                        |      |      |
| TOKMANNI                     | 3,5                  | 6,2    | 8,2   |       | 0,8                         | 1,3  |      |
| MATAS AS                     | 48,9                 | 27,9   | 45,4  | 43,3  | -0,4                        | -0,1 | -0,1 |



| Peers       |        |        |        |                    |      |      | Peers justeret          |     |     |  |
|-------------|--------|--------|--------|--------------------|------|------|-------------------------|-----|-----|--|
| CAPEX peers |        |        |        | vækt i CAPEX peers |      |      | Adj deltaperf           |     |     |  |
| t-1         | t+1    | t+2    | t+3    | t+1                | t+2  | t+3  | Ændring, peers justeret |     |     |  |
| t-1         | t+1    | t+2    | t+3    | t+1                | t+2  | t+3  | t+1                     | t+2 | t+3 |  |
| 95,3        | 37,0   | 2,9    | 7,4    | -0,6               | -1,0 | -0,9 | 4                       | 44  | 1   |  |
| 4,6         | 2,0    | 2,0    | 2,0    | -0,6               | -0,6 | -0,6 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 37,9        | 32,5   | 26,2   | 27,9   | -0,1               | -0,3 | -0,3 | 6                       | 4   | 0   |  |
| 10,1        | 3,6    | 9,6    | 5,2    | -0,6               | 0,0  | -0,5 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 156,5       | 597,3  | 896,5  | 722,2  | 2,8                | 4,7  | 3,6  | -4                      | -6  | -5  |  |
| 111,1       | 195,7  | 161,6  |        | 0,8                | 0,5  |      | 1                       |     |     |  |
|             |        |        |        |                    |      |      |                         |     |     |  |
| 5,9         | 28,2   | 23,5   |        | 3,8                | 3,0  |      | -4                      | 1   |     |  |
| 5,9         | 28,2   | 23,5   |        | 3,8                | 3,0  |      | -4                      | -3  |     |  |
| 5,9         | 28,2   | 23,5   |        | 3,8                | 3,0  |      | -4                      | -3  |     |  |
| 0,5         | 0,2    | 0,1    | 0,2    | -0,5               | -0,8 | -0,6 | 1                       | 1   | 0   |  |
| 0,4         | 0,1    | 0,1    | 0,1    | -0,8               | -0,8 | -0,8 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 4,3         | 6,1    | 1,5    | 1,7    | 0,4                | -0,7 | -0,6 | 1                       | 3   | 4   |  |
| 4,3         | 6,1    | 1,5    | 1,7    | 0,4                | -0,7 | -0,6 | 0                       | 1   | 1   |  |
| 83,7        | 36,5   | 31,4   | 42,6   | -0,6               | -0,6 | -0,5 | 1                       | 1   | 0   |  |
| 129,5       | 79,3   | 71,5   | 58,2   | -0,4               | -0,4 | -0,6 | 1                       | 1   | 1   |  |
| 59,7        | 49,5   | 60,6   | 52,9   | -0,2               | 0,0  | -0,1 | 0                       | 1   | 1   |  |
| 62,3        | 123,4  | 147,5  | 141,2  | 1,0                | 1,4  | 1,3  | 1                       | -1  | -2  |  |
| 1,1         | 12,5   | 6,1    |        | 10,3               | 4,5  |      | -11                     | -5  |     |  |
| 983,8       | 1146,1 | 1119,4 | 1089,1 | 0,2                | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 129,4       | 183,3  | 202,2  | 177,9  | 0,4                | 0,6  | 0,4  | 0                       | 1   | -1  |  |
| 98,0        | 115,8  | 109,5  |        | 0,2                | 0,1  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 313,0       | 436,0  | 422,0  |        | 0,4                | 0,3  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 25,0        | 25,6   | 30,8   |        | 0,0                | 0,2  |      | 0                       | -1  |     |  |
| 2,1         | 4,2    | 3,8    |        | 1,0                | 0,8  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 443,6       | 1417,6 | 1523,2 | 921,6  | 2,2                | 2,4  | 1,1  | -2                      | -2  | -1  |  |
| 12,0        | 68,4   | 40,8   | 69,9   | 4,7                | 2,4  | 4,8  | -5                      | -2  | -3  |  |
| 6,9         | 14,8   | 14,8   | 14,8   | 1,1                | 1,1  | 1,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 64,7        | 127,6  | 42,0   | 55,1   | 1,0                | -0,4 | -0,1 | -2                      | 0   | 0   |  |
| 54,2        | 39,0   | 24,0   | 19,0   | -0,3               | -0,6 | -0,6 | 1                       | 1   | 1   |  |
| 78,4        | 37,3   | 22,9   | 19,5   | -0,5               | -0,7 | -0,8 | 0                       | 1   | 1   |  |
| 194,0       | 160,0  | 313,0  | 209,0  | -0,2               | 0,6  | 0,1  | 1                       | 0   | 0   |  |
| 403,2       | 133,5  | 191,0  |        | -0,7               | -0,5 |      | 3                       |     |     |  |
| 27,2        | 20,9   | 22,3   | 15,0   | -0,2               | -0,2 | -0,4 | 0                       | 1   |     |  |
| 1,7         | 0,8    | 0,8    | 0,6    | -0,5               | -0,5 | -0,6 | 2                       | 0   | 0   |  |
| 1,6         | 9,1    | 4,2    | 11,3   | 4,8                | 1,7  | 6,2  | -4                      | 7   | 5   |  |
| 3,1         | 5,7    | 6,7    | 8,7    | 0,8                | 1,1  | 1,8  | 1                       | 2   | 4   |  |
| 5,1         | 5,4    | 3,2    | 5,7    | 0,1                | -0,4 | 0,1  | 2                       | 2   | 2   |  |
| 19,1        | 50,2   | 44,1   |        | 1,6                | 1,3  |      | -1                      | -1  |     |  |
| 71,3        | 300,5  | 576,3  | 568,3  | 3,2                | 7,1  | 7,0  | -3                      | -5  | -3  |  |
| 300,5       | 568,3  | 397,7  | 633,5  | 0,9                | 0,3  | 1,1  | -1                      | 1   | 0   |  |
| 142,2       | 331,5  | 351,9  | 375,6  | 1,3                | 1,5  | 1,6  | 0                       | 0   |     |  |
|             |        |        |        |                    |      |      |                         |     |     |  |
| 804,0       | 1328,6 | 1658,3 |        | 0,7                | 1,1  |      | -1                      | -1  |     |  |
| 804,0       | 1328,6 | 1658,3 |        | 0,7                | 1,1  |      | -1                      | -1  |     |  |
| 7,0         | 86,7   | 8,2    | 2,4    | 11,3               | 0,2  | -0,7 | -9                      | 0   | 13  |  |
| 28,7        | 71,0   | 106,6  |        | 1,5                | 2,7  |      | -1                      |     |     |  |
| 10,1        | 7,2    | 11,2   |        | -0,3               | 0,1  |      | 1                       | -1  |     |  |
| 113,4       | 252,4  | 207,9  |        | 1,2                | 0,8  |      | -1                      | 0   |     |  |
| 1555,3      | 1431,9 | 1991,8 |        | -0,1               | 0,3  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 93,5        | 181,0  | 102,9  | 117,4  | 0,9                | 0,1  | 0,3  | -1                      | 0   | 0   |  |
| 4195,0      | 3463,0 | 4515,0 | 4765,0 | -0,2               | 0,1  | 0,1  | 1                       | 1   | 1   |  |
| 113,6       | 112,4  | 77,4   | 80,6   | 0,0                | -0,3 | -0,3 | 0                       | 2   | 2   |  |
| 4,0         | 4,8    | 3,4    | 1,5    | 0,2                | -0,2 | -0,6 | 0                       | 1   | 2   |  |
| 59,2        | 56,6   | 66,9   | 65,4   | 0,0                | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 59,3        | 66,9   | 65,4   |        | 0,1                | 0,1  |      | 0                       | 1   |     |  |
| 193,6       | 277,4  | 316,9  |        | 0,4                | 0,6  |      | -1                      |     |     |  |
| 92,9        | 35,7   | 37,9   | 53,5   | -0,6               | -0,6 | -0,4 | 1                       | 2   | 0   |  |
| 92,9        | 35,7   | 37,9   | 53,5   | -0,6               | -0,6 | -0,4 | 0                       | 1   | 0   |  |

| Test af ikke justeret tal |      |            |      |         |      |         |      |         |      |         |      |
|---------------------------|------|------------|------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|
| t+1                       |      |            |      | t+2     |      |         |      | t+3     |      |         |      |
| Diff                      | Sign | et diff    | Rank | Diff    | Sign | et diff | Rank | Diff    | Sign | et diff | Rank |
| -0,501538462              | -    | 0,50153846 | 34   |         |      |         |      |         |      |         |      |
| 3,11875                   | +    | 3,11875    | 61   | 43,034  | +    | 43,034  | 57   | 0,492   | +    | 0,492   | 19   |
| -0,565281462              | -    | 0,56528146 | 41   | -0,5653 | -    | 0,5653  | 32   | -0,5653 | -    | 0,5653  | 23   |
| 6,090815204               | +    | 6,0908152  | 62   | 3,4406  | +    | 3,4406  | 54   | -0,6705 | -    | 0,6705  | 24   |
| -0,495026054              | -    | 0,49502605 | 32   | -0,5019 | -    | 0,5019  | 29   | -0,7357 | -    | 0,7357  | 27   |
| -0,822669104              | -    | 0,8226691  | 47   | -0,947  | -    | 0,947   | 44   | -0,9397 | -    | 0,9397  | 28   |
| 1,333333333               | +    | 1,33333333 | 53   |         |      |         |      |         |      |         |      |
| 1,683840749               | +    | 1,68384075 | 54   | -0,5761 | -    | 0,5761  | 34   |         |      |         |      |
| 0                         | +    | 0          | 1    | 0       | +    | 0       | 1    | 0       | +    | 0       | 2,5  |
| -0,35202086               | -    | 0,35202086 | 26   | -0,5163 | -    | 0,5163  | 30   | -0,5476 | -    | 0,5476  | 20   |
| -0,119170984              | -    | 0,11917098 | 14   | 3,7358  | +    | 3,7358  | 55   |         |      |         |      |
| 0,073903002               | +    | 0,073903   | 10   | 0,2125  | +    | 0,2125  | 13   |         |      |         |      |
| -0,527993109              | -    | 0,52799311 | 37   | -0,0334 | -    | 0,0334  | 4    |         |      |         |      |
| 0,589958159               | +    | 0,58995816 | 42   | 0,2971  | +    | 0,2971  | 15   | -0,3808 | -    | 0,3808  | 17   |
| -0,563786008              | -    | 0,56378601 | 40   | -0,5638 | -    | 0,5638  | 31   | -0,5638 | -    | 0,5638  | 22   |
| 0,985981308               | +    | 0,98598131 | 49   | 2,6395  | +    | 2,6395  | 52   | 3,7358  | +    | 3,7358  | 37   |
| 0,214285714               | +    | 0,21428571 | 21   | 0,2857  | +    | 0,2857  | 14   | 0       | +    | 0       | 2,5  |
| 0,275360577               | +    | 0,27536058 | 23   | -0,04   | -    | 0,04    | 5    | -0,3366 | -    | 0,3366  | 16   |
| 0,458888521               | +    | 0,45888852 | 31   | 0,6242  | +    | 0,6242  | 35   | 0,7312  | +    | 0,7312  | 26   |
| -0,019736842              | -    | 0,01973684 | 4    | 0,5724  | +    | 0,5724  | 33   | 1       | +    | 1       | 29   |
| 1,919831224               | +    | 1,91983122 | 56   | 0,0987  | +    | 0,0987  | 9    | -0,2498 | -    | 0,2498  | 12   |
| -0,159086315              | -    | 0,15908631 | 19   | -0,0701 | -    | 0,0701  | 7    |         |      |         |      |
| -0,031658463              | -    | 0,03165846 | 5    | -0,19   | -    | 0,19    | 12   | 0,0365  | +    | 0,0365  | 6    |
| 0,646191921               | +    | 0,64619192 | 43   | 1,3853  | +    | 1,3853  | 48   | -0,5599 | -    | 0,5599  | 21   |
| -0,136391205              | -    | 0,13639121 | 16   | -0,345  | -    | 0,345   | 18   |         |      |         |      |
| 0,266666667               | +    | 0,26666667 | 22   | 0,0667  | +    | 0,0667  | 6    |         |      |         |      |
| -0,113531047              | -    | 0,11353105 | 13   | -0,3332 | -    | 0,3332  | 17   |         |      |         |      |
| 0,503812913               | +    | 0,50381291 | 35   | 0,4235  | +    | 0,4235  | 27   |         |      |         |      |
| -0,103448276              | -    | 0,10344828 | 11   | 0,3547  | +    | 0,3547  | 19   | -0,202  | -    | 0,202   | 11   |
| 0,136363636               | +    | 0,13636364 | 15   | 0,3182  | +    | 0,3182  | 16   | 1,7727  | +    | 1,7727  | 34   |
| 1,053278689               | +    | 1,05327869 | 50   | 1,0533  | +    | 1,0533  | 45   | 1,0533  | +    | 1,0533  | 30   |
| -0,708318871              | -    | 0,70831887 | 45   | -0,7197 | -    | 0,7197  | 39   | -0,2558 | -    | 0,2558  | 13   |
| 0,520681265               | +    | 0,52068127 | 36   | 0,91    | +    | 0,91    | 42   | 0,0341  | +    | 0,0341  | 5    |
| -0,032011641              | -    | 0,03201164 | 6    | 0,4438  | +    | 0,4438  | 28   | 0,1775  | +    | 0,1775  | 10   |
| 0,499654236               | +    | 0,49965424 | 33   | 0,119   | +    | 0,119   | 10   | -0,2838 | -    | 0,2838  | 14   |
| 2,038873463               | +    | 2,03887346 | 57   |         |      |         |      |         |      |         |      |
| -0,156223963              | -    | 0,15622396 | 18   | 0,7056  | +    | 0,7056  | 37   |         |      |         |      |
| 1,087440982               | +    | 1,08744098 | 51   | 0,003   | +    | 0,003   | 2    | -0,6993 | -    | 0,6993  | 25   |
| 0,954545455               | +    | 0,95454545 | 48   | 9,0227  | +    | 9,0227  | 56   | 11,239  | +    | 11,239  | 40   |
| 2,14084507                | +    | 2,14084507 | 59   | 3,2993  | +    | 3,2993  | 53   | 6,1972  | +    | 6,1972  | 39   |
| 1,776203966               | +    | 1,77620397 | 55   | 1,9745  | +    | 1,9745  | 51   | 2,2861  | +    | 2,2861  | 36   |
| 0,41                      | +    | 0,41       | 28   | 0,41    | +    | 0,41    | 25   |         |      |         |      |
| 0,562865971               | +    | 0,56286597 | 39   | 1,8026  | +    | 1,8026  | 49   | 3,7522  | +    | 3,7522  | 38   |
| -0,01798997               | -    | 0,01798997 | 3    | 0,866   | +    | 0,866   | 40   | 1,2608  | +    | 1,2608  | 33   |
| 1,269230769               | +    | 1,26923077 | 52   | 1,9165  | +    | 1,9165  | 50   |         |      |         |      |
| 2,727785399               | +    | 2,7277854  | 60   | -0,3815 | -    | 0,3815  | 22   | -0,4854 | -    | 0,4854  | 18   |
| 0,012195122               | +    | 0,01219512 | 2    | -0,0299 | -    | 0,0299  | 3    | -0,1774 | -    | 0,1774  | 9    |
| 0,142857143               | +    | 0,14285714 | 17   | 0,3643  | +    | 0,3643  | 20   | 0       | +    | 0       | 2,5  |
| 2,129122807               | +    | 2,12912281 | 58   | 0,146   | +    | 0,146   | 11   | 12,614  | +    | 12,614  | 41   |
| 0,056508952               | +    | 0,05650895 | 9    |         |      |         |      |         |      |         |      |
| 0,683195592               | +    | 0,68319559 | 44   | -0,6667 | -    | 0,6667  | 36   |         |      |         |      |
| 0,053634232               | +    | 0,05363423 | 8    | 0,4127  | +    | 0,4127  | 26   |         |      |         |      |
| -0,423106118              | -    | 0,42310612 | 29   | 0,3967  | +    | 0,3967  | 24   |         |      |         |      |
| -0,289215686              | -    | 0,28921569 | 25   | -0,3873 | -    | 0,3873  | 23   | 0,1765  | +    | 0,1765  | 8    |
| 0,365384615               | +    | 0,36538462 | 27   | 0,7163  | +    | 0,7163  | 38   | 1,1731  | +    | 1,1731  | 31   |
| 0,172941689               | +    | 0,17294169 | 20   | 1,2771  | +    | 1,2771  | 46   | 1,862   | +    | 1,862   | 35   |
| 0,547066849               | +    | 0,54706685 | 38   | 0,8718  | +    | 0,8718  | 41   | 1,1814  | +    | 1,1814  | 32   |
| 0,052083333               | +    | 0,05208333 | 7    | 0,375   | +    | 0,375   | 21   | 0,3333  | +    | 0,3333  | 15   |
| 0,28125                   | +    | 0,28125    | 24   | 0,9125  | +    | 0,9125  | 43   |         |      |         |      |
| -0,106984728              | -    | 0,10698473 | 12   |         |      |         |      |         |      |         |      |
| 0,771428571               | +    | 0,77142857 | 46   | 1,3429  | +    | 1,3429  | 47   | 0       | +    | 0       | 2,5  |
| -0,429447853              | -    | 0,42944785 | 30   | -0,0716 | -    | 0,0716  | 8    | -0,1145 | -    | 0,1145  | 7    |

| Test af peers justeret tal |      |               |      |         |      |               |      |         |      |               |      |
|----------------------------|------|---------------|------|---------|------|---------------|------|---------|------|---------------|------|
| t+1                        |      |               |      | t+2     |      |               |      | t+3     |      |               |      |
| Diff                       | Sign | Justeret diff | Rank | Diff    | Sign | Justeret diff | Rank | Diff    | Sign | Justeret diff | Rank |
| 3,7307                     | +    | 3,73071528    | 51   | 44,003  | +    | 44,003        | 54   | 1,414   | +    | 1,414         | 27   |
| -0,0039                    | -    | 0,00387795    | 2    | -0,0039 | -    | 0,0039        | 2    | -0,0039 | -    | 0,0039        | 3    |
| 6,2337                     | +    | 6,23371001    | 56   | 3,75    | +    | 3,75          | 49   | -0,4059 | -    | 0,4059        | 17   |
| 0,1497                     | +    | 0,14966368    | 9    | -0,4576 | -    | 0,4576        | 14   | -0,253  | -    | 0,253         | 14   |
| -3,6392                    | -    | 3,63920596    | 49   | -5,675  | -    | 5,675         | 52   | -4,5543 | -    | 4,5543        | 36   |
| 0,572                      | +    | 0,57201013    | 27   |         |      |               |      |         |      |               |      |
| 0                          | +    | 0             | 1    | 0       | +    | 0             | 1    | 0       | +    | 0             | 1,5  |
| -3,9106                    | -    | 3,91060757    | 53   | 0,7429  | +    | 0,7429        | 26   |         |      |               |      |
| -3,7175                    | -    | 3,71753358    | 50   | -2,7804 | -    | 2,7804        | 46   |         |      |               |      |
| -4,3194                    | -    | 4,31942969    | 54   | -3,0263 | -    | 3,0263        | 47   |         |      |               |      |
| 1,1205                     | +    | 1,12048447    | 36   | 1,1034  | +    | 1,1034        | 36   | 0,1982  | +    | 0,1982        | 11   |
| 0,2068                     | +    | 0,20678756    | 15   | 0,2068  | +    | 0,2068        | 6    | 0,2068  | +    | 0,2068        | 12   |
| 0,5551                     | +    | 0,55511539    | 26   | 3,3015  | +    | 3,3015        | 48   | 4,3317  | +    | 4,3317        | 34   |
| -0,2166                    | -    | 0,21658021    | 16   | 0,9477  | +    | 0,9477        | 32   | 0,5959  | +    | 0,5959        | 19   |
| 0,8395                     | +    | 0,83946927    | 31   | 0,5848  | +    | 0,5848        | 23   | 0,155   | +    | 0,155         | 10   |
| 0,8465                     | +    | 0,84653331    | 32   | 1,0721  | +    | 1,0721        | 34   | 1,2818  | +    | 1,2818        | 26   |
| 0,1513                     | +    | 0,15126064    | 10   | 0,5564  | +    | 0,5564        | 21   | 1,114   | +    | 1,114         | 24   |
| 0,9386                     | +    | 0,93858403    | 34   | -1,2695 | -    | 1,2695        | 38   | -1,5172 | -    | 1,5172        | 28   |
| -10,509                    | -    | 10,5087019    | 58   | -4,5668 | -    | 4,5668        | 50   |         |      |               |      |
| -0,1967                    | -    | 0,19670472    | 14   | -0,3279 | -    | 0,3279        | 9    | -0,0706 | -    | 0,0706        | 5    |
| 0,2297                     | +    | 0,22965986    | 17   | 0,8225  | +    | 0,8225        | 29   | -0,9349 | -    | 0,9349        | 22   |
| -0,318                     | -    | 0,31802386    | 18   | -0,4623 | -    | 0,4623        | 15   |         |      |               |      |
| -0,1265                    | -    | 0,12652713    | 7    | -0,2818 | -    | 0,2818        | 8    |         |      |               |      |
| -0,1394                    | -    | 0,13937932    | 8    | -0,5638 | -    | 0,5638        | 22   |         |      |               |      |
| -0,4936                    | -    | 0,49358415    | 22   | -0,3803 | -    | 0,3803        | 11   |         |      |               |      |
| -2,2991                    | -    | 2,29912005    | 46   | -2,079  | -    | 2,079         | 42   | -1,2794 | -    | 1,2794        | 25   |
| -4,5636                    | -    | 4,56363636    | 55   | -2,0818 | -    | 2,0818        | 43   | -3,0523 | -    | 3,0523        | 32   |
| -0,0916                    | -    | 0,09164885    | 5    | -0,0916 | -    | 0,0916        | 4    | -0,0916 | -    | 0,0916        | 7    |
| -1,6816                    | -    | 1,68157776    | 44   | -0,3694 | -    | 0,3694        | 10   | -0,108  | -    | 0,108         | 8    |
| 0,8011                     | +    | 0,80112407    | 30   | 1,4672  | +    | 1,4672        | 39   | 0,6835  | +    | 0,6835        | 20   |
| 0,4925                     | +    | 0,49249741    | 21   | 1,1519  | +    | 1,1519        | 37   | 0,9284  | +    | 0,9284        | 21   |
| 0,6749                     | +    | 0,67491197    | 29   | -0,4944 | -    | 0,4944        | 17   | -0,3611 | -    | 0,3611        | 16   |
| 2,7078                     | +    | 2,70780432    | 48   |         |      |               |      |         |      |               |      |
| 0,0735                     | +    | 0,07354557    | 4    | 0,8837  | +    | 0,8837        | 30   |         |      |               |      |
| 1,589                      | +    | 1,58902451    | 43   | 0,4997  | +    | 0,4997        | 18   | -0,0544 | -    | 0,0544        | 4    |
| -3,881                     | -    | 3,88102287    | 52   | 7,3503  | +    | 7,3503        | 53   | 5,0461  | +    | 5,0461        | 37   |
| 1,3171                     | +    | 1,31714503    | 40   | 2,1545  | +    | 2,1545        | 44   | 4,406   | +    | 4,406         | 35   |
| 1,7099                     | +    | 1,7099278     | 45   | 2,3464  | +    | 2,3464        | 45   | 2,1623  | +    | 2,1623        | 31   |
| -1,213                     | -    | 1,21300695    | 38   | -0,8973 | -    | 0,8973        | 31   |         |      |               |      |
| -2,6485                    | -    | 2,6485423     | 47   | -5,2759 | -    | 5,2759        | 51   | -3,213  | -    | 3,213         | 33   |
| -0,9093                    | -    | 0,90933958    | 33   | 0,5424  | +    | 0,5424        | 20   | 0,1523  | +    | 0,1523        | 9    |
| -0,0614                    | -    | 0,06142292    | 3    | 0,442   | +    | 0,442         | 13   |         |      |               |      |
| -0,6403                    | -    | 0,64029244    | 28   | -1,0925 | -    | 1,0925        | 35   |         |      |               |      |
| -0,5096                    | -    | 0,50963042    | 23   | -0,6983 | -    | 0,6983        | 25   | 0       | +    | 0             | 1,5  |
| -9,2161                    | -    | 9,21612716    | 57   | -0,0154 | -    | 0,0154        | 3    | 13,266  | +    | 13,266        | 38   |
| -1,4159                    | -    | 1,4159372     | 42   |         |      |               |      |         |      |               |      |
| 0,9698                     | +    | 0,96981664    | 35   | -0,7727 | -    | 0,7727        | 27   |         |      |               |      |
| -1,1713                    | -    | 1,17129392    | 37   | -0,42   | -    | 0,42          | 12   |         |      |               |      |
| -0,3438                    | -    | 0,34376994    | 19   | 0,116   | +    | 0,116         | 5    |         |      |               |      |
| -1,2255                    | -    | 1,22546555    | 39   | -0,4879 | -    | 0,4879        | 16   | -0,0796 | -    | 0,0796        | 6    |
| 0,5399                     | +    | 0,53987806    | 25   | 0,6401  | +    | 0,6401        | 24   | 1,0372  | +    | 1,0372        | 23   |
| 0,1838                     | +    | 0,18375643    | 12   | 1,5962  | +    | 1,5962        | 40   | 2,1528  | +    | 2,1528        | 30   |
| 0,3627                     | +    | 0,36268023    | 20   | 1,0408  | +    | 1,0408        | 33   | 1,7983  | +    | 1,7983        | 29   |
| 0,0968                     | +    | 0,09684685    | 6    | 0,2449  | +    | 0,2449        | 7    | 0,2286  | +    | 0,2286        | 13   |
| 0,1521                     | +    | 0,15213608    | 11   | 0,8087  | +    | 0,8087        | 28   |         |      |               |      |
| -0,5398                    | -    | 0,53983597    | 24   |         |      |               |      |         |      |               |      |
| 1,3877                     | +    | 1,38768261    | 41   | 1,9349  | +    | 1,9349        | 41   | 0,4239  | +    | 0,4239        | 18   |
| 0,1868                     | +    | 0,18680618    | 13   | 0,5205  | +    | 0,5205        | 19   | 0,3094  | +    | 0,3094        | 15   |

# Bilag 4: Aktiver udregning:

| Targetselskaber              | Selskab                       |         |         |         |                                      |      |      |
|------------------------------|-------------------------------|---------|---------|---------|--------------------------------------|------|------|
|                              | Totale aktiver, ikke justeret |         |         |         | Vægt i totale aktiver, ikke justeret |      |      |
|                              | t-1                           | t+1     | t+2     | t+3     | t+1                                  | t+2  | t+3  |
| FIT BIOTECH OY               | 1,0                           | 1,4     |         |         | 0,4                                  |      |      |
| OREXO AB                     | 106,0                         | 379,9   | 801,9   | 702,0   | 2,6                                  | 6,6  | 5,6  |
| VELOXIS PHARMACEUTICALS AS   | 136,4                         | 381,9   | 381,9   | 381,9   | 1,8                                  | 1,8  | 1,8  |
| PRONOVA BIOPHARMA ASA        | 2694,0                        | 4896,1  | 4975,8  | 4602,9  | 0,8                                  | 0,8  | 0,7  |
| ELECTROMAGNETIC GEOSERV      | 86,9                          | 126,4   | 103,1   | 117,0   | 0,5                                  | 0,2  | 0,3  |
| ADVANCED PROD & LOADING      | 591,8                         | 1983,8  | 341,5   | 337,2   | 2,4                                  | -0,4 | -0,4 |
| MINESTO AB                   | 91,9                          | 217,8   |         |         | 1,4                                  |      |      |
| SAVO-SOLAR OYJ               | 2,9                           | 7,0     | 6,5     |         | 1,4                                  | 1,2  |      |
| NORDAX GROUP AB              | 14190,0                       | 15773,0 | 16878,0 |         | 0,1                                  | 0,2  |      |
| RESURS HOLDING AB            | 27,5                          | 31,9    | 34,9    |         | 0,2                                  | 0,3  |      |
| INTRUM JUSTITIA AB           | 3360,5                        | 3680,6  | 3547,5  | 4136,0  | 0,1                                  | 0,1  | 0,2  |
| ATTENDO AB                   | 9756,0                        | 9928,0  | 12802,0 |         | 0,0                                  | 0,3  |      |
| CAPIO AB                     | 12522,0                       | 12532,0 | 14047,0 |         | 0,0                                  | 0,1  |      |
| PIHLA JALINNA PLC            | 130,7                         | 217,7   | 253,6   |         | 0,7                                  | 0,9  |      |
| NEXSTIM PLC                  | 3,0                           | 9,2     | 10,4    | 11,0    | 2,0                                  | 2,4  | 2,6  |
| SCIBASE HOLDING AB           | 41,6                          | 102,1   | 102,1   | 102,1   | 1,5                                  | 1,5  | 1,5  |
| CHR.HANSEN HOLDINGS AS       | 1278,6                        | 1352,7  | 1342,9  | 1366,8  | 0,1                                  | 0,1  | 0,1  |
| NORDIC WATERPROOFING HOLDING | 1345                          | 1756    | 2127    |         | 0,3                                  | 0,6  |      |
| MO HOLDING AB                | 1671,4                        | 1641,3  | 1669,1  | 1728,4  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |
| PANDORA AS                   | 5815,8                        | 8051,0  | 8414,0  | 9275,0  | 0,4                                  | 0,4  | 0,6  |
| RXL SPORT & VILLMARK AS      | 4834,0                        | 5839,0  | 6673,0  | 7708,0  | 0,2                                  | 0,4  | 0,6  |
| KAPPAHL                      | 2879,8                        | 3249,0  | 3353,5  | 3359,4  | 0,1                                  | 0,2  | 0,2  |
| FOOTWAY GROUP AB             | 195,4                         | 290,1   | 269,3   |         | 0,5                                  | 0,9  |      |
| COMHEM HOLDING AB            | 19020,8                       | 18077,8 | 19256,0 | 18616,0 | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |
| KONGSBERG AUTOMOTIVE ASA     | 1441,8                        | 2075,0  | 6185,0  | 749,5   | 0,4                                  | 3,3  | -0,5 |
| ALIMAK GROUP AB              | 3254,0                        | 3276,2  | 5577,0  |         | 0,0                                  | 0,7  |      |
| BRAVIDA HOLDING AB           | 11064,0                       | 11962,0 | 13360,0 |         | 0,1                                  | 0,2  |      |
| CONSTIGROUP PLC              | 95,9                          | 98,1    | 100,8   |         | 0,0                                  | 0,1  |      |
| TROAX GROUP AB               | 136,4                         | 172,5   | 172,2   |         | 0,3                                  | 0,3  |      |
| LINDAB INTL AB               | 6606,0                        | 7700,0  | 8625,0  | 7442,0  | 0,2                                  | 0,3  | 0,1  |
| BUFAB HOLDING AB             | 2073,0                        | 2653,0  | 2854,0  | 3274,0  | 0,3                                  | 0,4  | 0,6  |
| BULTEN AB                    | 1875,1                        | 1849,4  | 1849,4  | 1849,4  | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |
| HMS NETWORKS AB              | 329,0                         | 390,3   | 338,8   | 392,4   | 0,2                                  | 0,0  | 0,2  |
| NEDERMAN HOLDING AB          | 773,2                         | 1057,8  | 933,5   | 1653,1  | 0,4                                  | 0,2  | 1,1  |
| ALFA LAVAL AB                | 17631,8                       | 14689,5 | 13901,0 | 16206,4 | -0,2                                 | -0,2 | -0,1 |
| BE GROUP AB                  | 2253,3                        | 2850,0  | 3408,3  | 2511,0  | 0,3                                  | 0,5  | 0,1  |
| TEAM TANKERS INTLL LTD       | 742,7                         | 612,1   |         |         | -0,2                                 |      |      |
| RENOHORDEN ASA               | 2236,7                        | 2344,5  | 2163,1  |         | 0,0                                  | 0,0  |      |
| SALCOMP PLC                  | 148,0                         | 182,1   | 179,2   | 161,7   | 0,2                                  | 0,2  | 0,1  |
| ASETEK AS                    | 8,2                           | 12,8    | 27,7    | 41,2    | 0,6                                  | 2,4  | 4,0  |
| AFFECTO OYJ                  | 55,7                          | 78,7    | 162,1   | 146,6   | 0,4                                  | 1,9  | 1,6  |
| TRANSMODE AB                 | 571,1                         | 851,2   | 954,8   | 845,7   | 0,5                                  | 0,7  | 0,5  |
| ELTEL AB                     | 982,8                         | 1080,0  | 828,2   |         | 0,1                                  | -0,2 |      |
| CERMAQ ASA                   | 4980,0                        | 6894,8  | 7424,7  | 10385,3 | 0,4                                  | 0,5  | 1,1  |
| SALMAR ASA                   | 2269,5                        | 3068,4  | 3550,3  | 5832,9  | 0,4                                  | 0,6  | 1,6  |
| SCANDI STANDARD AB           | 3249,0                        | 3143,8  | 3496,9  |         | 0,0                                  | 0,1  |      |
| NEAS ASA                     | 185,0                         | 295,2   | 299,3   | 290,9   | 0,6                                  | 0,6  | 0,6  |
| ISS A/S                      | 48576,0                       | 49285,0 | 48782,0 | 50835,0 | 0,0                                  | 0,0  | 0,0  |
| HUMANA AB                    | 3838                          | 5060    | 5218    |         | 0,3                                  | 0,4  |      |
| ZALARIS ASA                  | 119,8                         | 203,9   | 192,0   | 563,3   | 0,7                                  | 0,6  | 3,7  |
| COOR SERVICE MANAGEMENT      | 6561,5                        | 6225,0  |         |         | -0,1                                 |      |      |
| KOTIPIZZA GROUP OYJ          | 51,2                          | 56,5    | 59,2    |         | 0,1                                  | 0,2  |      |
| SCANDIC HOTELS GROUP AB      | 13824,0                       | 14144,0 | 16964,0 |         | 0,0                                  | 0,2  |      |
| DUSTIN AB (PUBL)             | 3635,9                        | 3898,9  | 4168,8  |         | 0,1                                  | 0,1  |      |
| DUNI AB                      | 4999,0                        | 3811,0  | 3489,0  | 3487,0  | -0,2                                 | -0,3 | -0,3 |
| NOBIA AB                     | 6418,0                        | 6460,0  | 7134,0  | 7918,0  | 0,0                                  | 0,1  | 0,2  |
| BALLINGSLOEV INTERNATIONAL   | 1031,5                        | 1008,1  | 1037,3  | 1839,0  | 0,0                                  | 0,0  | 0,8  |
| INVIDO AB                    | 4730,3                        | 5206,0  | 6311,5  | 6652,2  | 0,1                                  | 0,3  | 0,4  |
| THULE GROUP AB               | 8035,0                        | 6899,0  | 7883,0  | 7285,0  | -0,1                                 | 0,0  | -0,1 |
| DOMETIC GROUP AB             | 19069,0                       | 22308,0 | 31005,0 |         | 0,2                                  | 0,6  |      |
| EUROPRIS ASA                 | 3767,9                        | 4436,5  |         |         | 0,2                                  |      |      |
| TOKMANNI                     | 390                           | 462,5   | 485,4   |         | 0,2                                  | 0,2  |      |
| MATAS AS                     | 5770,3                        | 5336,8  | 5315,3  | 5270,8  | -0,1                                 | -0,1 | -0,1 |

| Peers                       |         |         |         |      |      |      | Peers justeret         |     |     |  |
|-----------------------------|---------|---------|---------|------|------|------|------------------------|-----|-----|--|
| Totale aktiver peers        |         |         |         |      |      |      | Adj deltaperf          |     |     |  |
| vækt i totale aktiver peers |         |         |         |      |      |      | Endring peers justeret |     |     |  |
| t-1                         | t+1     | t+2     | t+3     | t+1  | t+2  | t+3  | t-1                    | t+2 | t+3 |  |
| 20,4                        | 22,4    |         |         | 0,1  |      |      | 0,2997                 |     |     |  |
| 457,5                       | 708,4   | 1110,8  | 1083,6  | 0,5  | 1,4  | 1,4  | 2                      | 5   | 4   |  |
| 417,1                       | 380,3   | 380,3   | 380,3   | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 2                      | 2   | 2   |  |
| 1379,5                      | 2476,6  | 1746,3  | 1974,4  | 0,8  | 0,3  | 0,4  | 0                      | 1   | 0   |  |
| 676,2                       | 954,3   | 1144,3  | 1216,9  | 0,4  | 0,7  | 0,8  | 0                      | -1  | 0   |  |
| 3705,7                      | 3378,9  | 4308,3  | 6901,5  | -0,1 | 0,2  | 0,9  | 2                      | -1  | -1  |  |
| 5273,9                      | 6324,7  | 6762,6  |         | 0,2  | 0,3  |      | 1                      |     |     |  |
| 3,9                         | 18,7    | 20,5    |         | 3,8  | 4,2  |      | -2                     | -3  |     |  |
| 13425,0                     | 30402,3 | 43000,0 |         | 1,3  | 2,2  |      | -1                     | -2  |     |  |
| 13425,0                     | 30402,3 | 43000,0 |         | 1,3  | 2,2  | -1,0 | -1                     | -2  | 1   |  |
|                             |         |         | 0,0     |      |      |      |                        |     |     |  |
| 371,4                       | 398,7   | 381,3   | 0,0     | 0,1  | 0,0  | -1,0 | 0                      | 0   |     |  |
| 371,4                       | 398,7   | 381,3   |         | 0,1  | 0,0  |      | 0                      | 0   |     |  |
| 371,4                       | 398,7   | 381,3   |         | 0,1  | 0,0  |      | 1                      | 1   |     |  |
| 28,3                        | 11,7    | 13,0    | 18,9    | -0,6 | -0,5 | -0,3 | 3                      | 3   | 3   |  |
| 16,7                        | 21,6    | 21,6    | 21,6    | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 1                      | 1   | 1   |  |
| 731,5                       | 635,3   | 637,9   | 631,1   | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0                      | 0   | 0   |  |
| 731,5                       | 635,3   | 637,9   | 631,1   | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0                      | 1   | 0   |  |
| 1204,6                      | 1256,0  | 1286,3  | 1284,7  | 0,0  | 0,1  | 0,1  | 0                      | 0   | 0   |  |
| 1784,7                      | 1926,4  | 2007,5  | 2022,3  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0                      | 0   | 0   |  |
| 2033,5                      | 2063,0  | 1842,6  | 1727,2  | 0,0  | -0,1 | -0,2 | 0                      | 0   | 1   |  |
| 1089,8                      | 1836,5  | 1848,7  | 1856,0  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | -1                     | -1  | -1  |  |
| 374,0                       | 365,9   | 361,2   |         | 0,0  | 0,0  |      | 1                      | 1   |     |  |
| 20687,2                     | 21963,3 | 21919,9 | 21452,8 | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0                      | 0   | 0   |  |
| 1612,6                      | 2139,1  | 2453,7  | 2962,9  | 0,3  | 0,5  | 0,8  | 0                      | 3   | -1  |  |
| 6360,0                      | 7951,3  | 7737,8  |         | 0,3  | 0,2  |      | 0                      | 0   |     |  |
| 9149,6                      | 15632,5 | 17361,0 |         | 0,7  | 0,9  |      | -1                     | -1  |     |  |
| 384,1                       | 1009,5  | 1285,0  |         | 1,6  | 2,3  |      | -2                     | -2  |     |  |
| 59,8                        | 86,5    | 85,1    |         | 0,4  | 0,4  |      | 0                      | 0   |     |  |
| 11218,5                     | 45660,5 | 34909,3 | 30459,2 | 3,1  | 2,1  | 1,7  | -3                     | -2  | -2  |  |
| 451,2                       | 539,7   | 606,9   | 742,1   | 0,2  | 0,3  | 0,6  | 0                      | 0   | 0   |  |
| 545,2                       | 448,7   | 448,7   | 448,7   | -0,2 | -0,2 | -0,2 | 0                      | 0   | 0   |  |
| 2489,6                      | 2761,4  | 2862,7  | 3136,4  | 0,1  | 0,1  | 0,3  | 0                      | 0   | 0   |  |
| 643,9                       | 594,9   | 498,6   | 497,2   | -0,1 | -0,2 | -0,2 | 0                      | 0   | 1   |  |
| 755,6                       | 702,9   | 553,1   | 691,8   | -0,1 | -0,3 | -0,1 | 0                      | 0   | 0   |  |
| 5507,0                      | 5910,0  | 5341,0  | 4850,0  | 0,1  | 0,0  | -0,1 | 0                      | 1   | 0   |  |
| 1027,0                      | 1373,1  | 1434,7  |         | 0,3  | 0,4  |      | -1                     |     |     |  |
| 1016,4                      | 564,8   | 518,6   | 544,7   | -0,4 | -0,5 | -0,5 | 0                      | 0   |     |  |
| 379,6                       | 360,2   | 375,1   | 369,3   | -0,1 | 0,0  | 0,0  | 0                      | 0   | 0   |  |
| 100,5                       | 265,4   | 1004,5  | 1849,5  | 1,6  | 9,0  | 17,4 | -1                     | -7  | -13 |  |
| 149,4                       | 211,3   | 231,6   | 279,4   | 0,4  | 0,6  | 0,9  | 0                      | 1   | 1   |  |
| 342,6                       | 399,6   | 477,0   | 494,0   | 0,2  | 0,4  | 0,4  | 0                      | 0   | 0   |  |
| 962,2                       | 1504,8  | 1340,8  |         | 0,6  | 0,4  |      | 0                      | -1  |     |  |
| 2414,1                      | 16480,0 | 15344,6 | 15259,3 | 5,8  | 5,4  | 5,3  | -5                     | -5  | -4  |  |
| 16480,0                     | 15259,3 | 14348,3 | 17440,5 | -0,1 | -0,1 | 0,1  | 0                      | 1   | 2   |  |
| 3251,5                      | 4242,1  | 5299,8  | 5504,1  | 0,3  | 0,6  | 0,7  | 0                      | -1  |     |  |
| 415,2                       | 687,4   | 599,8   | 171,3   | 0,7  | 0,4  | -0,6 | 0                      | 0   | 1   |  |
| 37237,2                     | 40661,4 | 48401,3 | 49132,3 | 0,1  | 0,3  | 0,3  | 0                      | 0   | 0   |  |
| 37237,2                     | 40661,4 | 48401,3 | 49132,3 | 0,1  | 0,3  | 0,3  | 0                      | 0   | 0   |  |
| 196,6                       | 191,5   | 197,9   | 200,3   | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 1                      | 1   | 4   |  |
| 2352,2                      | 3983,3  | 4264,5  |         | 0,7  | 0,8  |      | -1                     |     |     |  |
| 84,2                        | 97,7    | 133,1   |         | 0,2  | 0,6  |      | 0                      | 0   |     |  |
| 10759,5                     | 14575,4 | 19322,7 |         | 0,4  | 0,8  |      | 0                      | -1  |     |  |
| 44036,4                     | 44104,5 | 45973,2 |         | 0,0  | 0,0  |      | 0                      | 0   |     |  |
| 1725,0                      | 1919,8  | 2047,0  | 2265,3  | 0,1  | 0,2  | 0,3  | 0                      | 0   | -1  |  |
| 94447,0                     | 77028,0 | 74932,0 | 82558,0 | -0,2 | -0,2 | -0,1 | 0                      | 0   | 0   |  |
| 1474,2                      | 1372,2  | 1395,3  | 1541,0  | -0,1 | -0,1 | 0,0  | 0                      | 0   | 1   |  |
| 392,6                       | 434,6   | 459,8   | 417,8   | 0,1  | 0,2  | 0,1  | 0                      | 0   | 0   |  |
| 2054,1                      | 3111,2  | 3117,7  | 3140,0  | 0,5  | 0,5  | 0,5  | -1                     | -1  | -1  |  |
| 2676,3                      | 3117,7  | 3140,0  |         | 0,2  | 0,2  |      | 0                      | 0   |     |  |
| 4197,7                      | 4407,7  | 4472,0  |         | 0,1  | 0,1  |      | 0                      |     |     |  |
| 1801,6                      | 1030,3  | 1075,9  | 1102,6  | -0,4 | -0,4 | -0,4 | 1                      | 1   | 0   |  |
| 1801,6                      | 1030,3  | 1075,9  | 1102,6  | -0,4 | -0,4 | -0,4 | 0                      | 0   | 0   |  |

| Test af ikke justeret tal |      |              |      |         |      |              |      |         |      |              |      |
|---------------------------|------|--------------|------|---------|------|--------------|------|---------|------|--------------|------|
| t+1                       |      |              |      | t+2     |      |              |      | t+3     |      |              |      |
| Diff                      | Sign | ujustet diff | Rang | Diff    | Sign | ujustet diff | Rang | Diff    | Sign | ujustet diff | Rang |
| 0,398628795               | +    | 0,3986288    | 46   |         |      |              |      |         |      |              |      |
| 2,583689408               | +    | 2,58368941   | 63   | 6,5636  | +    | 6,5636       | 58   | 5,6218  | +    | 5,6218       | 41   |
| 1,800824307               | +    | 1,80082431   | 60   | 1,8008  | +    | 1,8008       | 53   | 1,8008  | +    | 1,8008       | 37   |
| 0,81740805                | +    | 0,81740805   | 56   | 0,847   | +    | 0,847        | 48   | 0,7086  | +    | 0,7086       | 30   |
| 0,454611366               | +    | 0,45461137   | 49   | 0,1866  | +    | 0,1866       | 20   | 0,3461  | +    | 0,3461       | 21   |
| 2,352145995               | +    | 2,352146     | 62   | -0,4229 | -    | 0,4229       | 37   | -0,4302 | -    | 0,4302       | 23   |
| 1,369167519               | +    | 1,36916752   | 57   |         |      |              |      |         |      |              |      |
| 1,415432311               | +    | 1,41543231   | 58   | 1,2311  | +    | 1,2311       | 51   |         |      |              |      |
| 0,11557435                | +    | 0,1155743    | 23   | 0,1894  | +    | 0,1894       | 21   |         |      |              |      |
| 0,16                      | +    | 0,16         | 26   | 0,2691  | +    | 0,2691       | 29   | 0       | +    | 0            | 2,5  |
| 0,095253682               | +    | 0,09525368   | 19   | 0,0556  | +    | 0,0556       | 11   | 0,2308  | +    | 0,2308       | 18   |
| 0,017630176               | +    | 0,01763018   | 6    | 0,3122  | +    | 0,3122       | 32   |         |      |              |      |
| 0,000798594               | +    | 0,00079859   | 1    | 0,1218  | +    | 0,1218       | 15   |         |      |              |      |
| 0,666286589               | +    | 0,66628659   | 54   | 0,9407  | +    | 0,9407       | 50   |         |      |              |      |
| 2,021332458               | +    | 2,02133246   | 61   | 2,4188  | +    | 2,4188       | 56   | 2,6245  | +    | 2,6245       | 38   |
| 1,453822307               | +    | 1,45382231   | 59   | 1,4538  | +    | 1,4538       | 52   | 1,4538  | +    | 1,4538       | 34   |
| 0,05792588                | +    | 0,05792588   | 15   | 0,0503  | +    | 0,0503       | 9    | 0,069   | +    | 0,069        | 9    |
| 0,305576208               | +    | 0,30557621   | 40   | 0,5814  | +    | 0,5814       | 42   | 0       | +    | 0            | 2,5  |
| -0,018002435              | -    | 0,01800244   | 7    | -0,0014 | -    | 0,0014       | 1    | 0,0341  | +    | 0,0341       | 7    |
| 0,384337335               | +    | 0,38433733   | 44   | 0,4468  | +    | 0,4468       | 38   | 0,5948  | +    | 0,5948       | 29   |
| 0,207902358               | +    | 0,20790236   | 34   | 0,3804  | +    | 0,3804       | 36   | 0,5945  | +    | 0,5945       | 28   |
| 0,128203347               | +    | 0,12820335   | 24   | 0,1645  | +    | 0,1645       | 19   | 0,1665  | +    | 0,1665       | 16   |
| 0,484537454               | +    | 0,48453745   | 50   | 0,8895  | +    | 0,8895       | 49   |         |      |              |      |
| -0,049575927              | -    | 0,04957593   | 13   | 0,0124  | +    | 0,0124       | 4    | -0,0213 | -    | 0,0213       | 6    |
| 0,439177248               | +    | 0,43917725   | 48   | 3,2898  | +    | 3,2898       | 57   | -0,4802 | -    | 0,4802       | 24   |
| 0,006838109               | +    | 0,00683811   | 3    | 0,7139  | +    | 0,7139       | 47   |         |      |              |      |
| 0,081164136               | +    | 0,08116414   | 18   | 0,2075  | +    | 0,2075       | 23   |         |      |              |      |
| 0,023127236               | +    | 0,02312724   | 9    | 0,0516  | +    | 0,0516       | 10   |         |      |              |      |
| 0,264696397               | +    | 0,2646964    | 37   | 0,2622  | +    | 0,2622       | 28   |         |      |              |      |
| 0,165607024               | +    | 0,16560702   | 27   | 0,3056  | +    | 0,3056       | 31   | 0,1266  | +    | 0,1266       | 15   |
| 0,279787747               | +    | 0,27978775   | 39   | 0,3767  | +    | 0,3767       | 35   | 0,5794  | +    | 0,5794       | 27   |
| -0,013705936              | -    | 0,01370594   | 4    | -0,0137 | -    | 0,0137       | 5    | -0,0137 | -    | 0,0137       | 5    |
| 0,186343919               | +    | 0,18634392   | 33   | 0,0299  | +    | 0,0299       | 7    | 0,1929  | +    | 0,1929       | 17   |
| 0,368018778               | +    | 0,36801878   | 43   | 0,2073  | +    | 0,2073       | 22   | 1,1379  | +    | 1,1379       | 33   |
| -0,166874624              | -    | 0,16687462   | 28   | -0,2116 | -    | 0,2116       | 25   | -0,0808 | -    | 0,0808       | 10   |
| 0,264801611               | +    | 0,26480161   | 38   | 0,5126  | +    | 0,5126       | 40   | 0,1144  | +    | 0,1144       | 14   |
| -0,175846993              | -    | 0,17584699   | 30   |         |      |              |      |         |      |              |      |
| 0,048209884               | +    | 0,04820988   | 12   | -0,0329 | -    | 0,0329       | 8    |         |      |              |      |
| 0,229921781               | +    | 0,22992178   | 35   | 0,2103  | +    | 0,2103       | 24   | 0,0923  | +    | 0,0923       | 12   |
| 0,569958344               | +    | 0,56995834   | 52   | 2,3997  | +    | 2,3997       | 55   | 4,0434  | +    | 4,0434       | 40   |
| 0,413307248               | +    | 0,41330725   | 47   | 1,909   | +    | 1,909        | 54   | 1,6319  | +    | 1,6319       | 36   |
| 0,490571853               | +    | 0,49057185   | 51   | 0,672   | +    | 0,672        | 46   | 0,4809  | +    | 0,4809       | 25   |
| 0,098901099               | +    | 0,0989011    | 20   | -0,1573 | -    | 0,1573       | 18   |         |      |              |      |
| 0,384506734               | +    | 0,38450673   | 45   | 0,4909  | +    | 0,4909       | 39   | 1,0854  | +    | 1,0854       | 32   |
| 0,351996605               | +    | 0,35199661   | 42   | 0,5644  | +    | 0,5644       | 41   | 1,5701  | +    | 1,5701       | 35   |
| -0,032379194              | -    | 0,03237919   | 11   | 0,0763  | +    | 0,0763       | 12   |         |      |              |      |
| 0,595659459               | +    | 0,59565946   | 53   | 0,6178  | +    | 0,6178       | 44   | 0,5722  | +    | 0,5722       | 26   |
| 0,014595685               | +    | 0,01459569   | 5    | 0,0042  | +    | 0,0042       | 2    | 0,0465  | +    | 0,0465       | 8    |
| 0,318394997               | +    | 0,318395     | 41   | 0,3596  | +    | 0,3596       | 34   | 0       | +    | 0            | 2,5  |
| 0,701653355               | +    | 0,70165335   | 55   | 0,6025  | +    | 0,6025       | 43   | 3,7014  | +    | 3,7014       | 39   |
| -0,051280969              | -    | 0,05128097   | 14   |         |      |              |      |         |      |              |      |
| 0,103003454               | +    | 0,10300345   | 22   | 0,1545  | +    | 0,1545       | 17   |         |      |              |      |
| 0,023148148               | +    | 0,02314815   | 10   | 0,2271  | +    | 0,2271       | 26   |         |      |              |      |
| 0,072337172               | +    | 0,07233717   | 16   | 0,1466  | +    | 0,1466       | 16   |         |      |              |      |
| -0,23764753               | -    | 0,23764753   | 36   | -0,3021 | -    | 0,3021       | 30   | -0,3025 | -    | 0,3025       | 20   |
| 0,006544095               | +    | 0,00654409   | 2    | 0,1116  | +    | 0,1116       | 14   | 0,2337  | +    | 0,2337       | 19   |
| -0,02263094               | -    | 0,02263094   | 8    | 0,0056  | +    | 0,0056       | 3    | 0,7829  | +    | 0,7829       | 31   |
| 0,100564446               | +    | 0,10056445   | 21   | 0,3343  | +    | 0,3343       | 33   | 0,4063  | +    | 0,4063       | 22   |
| -0,141381456              | -    | 0,14138146   | 25   | -0,0189 | -    | 0,0189       | 6    | -0,0933 | -    | 0,0933       | 13   |
| 0,169856836               | +    | 0,16985684   | 29   | 0,6259  | +    | 0,6259       | 45   |         |      |              |      |
| 0,177438815               | +    | 0,17743881   | 31   |         |      |              |      |         |      |              |      |
| 0,185897436               | +    | 0,18589744   | 32   | 0,2446  | +    | 0,2446       | 27   | 0       | +    | 0            | 2,5  |
| -0,075126077              | -    | 0,07512608   | 17   | -0,0789 | -    | 0,0789       | 13   | -0,0866 | -    | 0,0866       | 11   |

| Test af peers justeret tal |      |            |      |         |      |            |      |         |      |            |      |
|----------------------------|------|------------|------|---------|------|------------|------|---------|------|------------|------|
| t=1                        |      |            |      | t=2     |      |            |      | t=3     |      |            |      |
| Diff                       | Sign | uaret diff | Rank | Diff    | Sign | uaret diff | Rank | Diff    | Sign | uaret diff | Rank |
| 0,2997                     | +    | 0,29971799 | 29   |         |      |            |      |         |      |            |      |
| 2,0352                     | +    | 2,03523254 | 57   | 5,1356  | +    | 5,1356     | 56   | 4,2533  | +    | 4,2533     | 38   |
| 1,8891                     | +    | 1,88912722 | 56   | 1,8891  | +    | 1,8891     | 48   | 1,8891  | +    | 1,8891     | 34   |
| 0,0221                     | +    | 0,02214671 | 4    | 0,5811  | +    | 0,5811     | 36   | 0,2774  | +    | 0,2774     | 13   |
| 0,0434                     | +    | 0,04338415 | 5    | -0,5056 | -    | 0,5056     | 29   | -0,4534 | -    | 0,4534     | 19   |
| 2,4404                     | +    | 2,44035949 | 59   | -0,5855 | -    | 0,5855     | 37   | -1,2926 | -    | 1,2926     | 29   |
| 1,1699                     | +    | 1,16991754 | 54   |         |      |            |      |         |      |            |      |
| -2,3471                    | -    | 2,34714109 | 58   | -3,0127 | -    | 3,0127     | 54   |         |      |            |      |
| -1,153                     | -    | 1,15304572 | 52   | -2,0136 | -    | 2,0136     | 50   |         |      |            |      |
| -1,1046                    | -    | 1,10460315 | 51   | -1,9339 | -    | 1,9339     | 49   |         |      |            |      |
|                            |      |            |      |         |      |            |      |         |      |            |      |
| -0,0561                    | -    | 0,05607558 | 7    | 0,2854  | +    | 0,2854     | 17   |         |      |            |      |
| -0,0729                    | -    | 0,07290716 | 12   | 0,095   | +    | 0,095      | 7    |         |      |            |      |
| 0,5926                     | +    | 0,59258084 | 44   | 0,9139  | +    | 0,9139     | 43   |         |      |            |      |
| 2,6069                     | +    | 2,60694478 | 60   | 2,9598  | +    | 2,9598     | 53   | 2,9568  | +    | 2,9568     | 35   |
| 1,1579                     | +    | 1,15789416 | 53   | 1,1579  | +    | 1,1579     | 45   | 1,1579  | +    | 1,1579     | 27   |
| 0,1894                     | +    | 0,18943127 | 22   | 0,1782  | +    | 0,1782     | 13   | 0,2061  | +    | 0,2061     | 10   |
| 0,4371                     | +    | 0,4370816  | 37   | 0,7094  | +    | 0,7094     | 42   | 0,1372  | +    | 0,1372     | 8    |
| -0,0607                    | -    | 0,06070028 | 10   | -0,0692 | -    | 0,0692     | 6    | -0,0324 | -    | 0,0324     | 2    |
| 0,3049                     | +    | 0,30494024 | 30   | 0,3219  | +    | 0,3219     | 20   | 0,4617  | +    | 0,4617     | 20   |
| 0,1934                     | +    | 0,19339499 | 25   | 0,4743  | +    | 0,4743     | 26   | 0,7451  | +    | 0,7451     | 25   |
| -0,5569                    | -    | 0,55694041 | 43   | -0,5318 | -    | 0,5318     | 30   | -0,5365 | -    | 0,5365     | 21   |
| 0,5062                     | +    | 0,50619739 | 41   | 0,9237  | +    | 0,9237     | 44   |         |      |            |      |
| -0,1113                    | -    | 0,11126121 | 17   | -0,0472 | -    | 0,0472     | 2    | -0,0583 | -    | 0,0583     | 4    |
| 0,1135                     | +    | 0,1134644  | 18   | 2,7692  | +    | 2,7692     | 52   | -1,3164 | -    | 1,3164     | 30   |
| -0,2434                    | -    | 0,24336629 | 27   | 0,4973  | +    | 0,4973     | 28   |         |      |            |      |
| -0,6274                    | -    | 0,62738984 | 46   | -0,69   | -    | 0,69       | 40   |         |      |            |      |
| -1,605                     | -    | 1,60496623 | 55   | -2,2937 | -    | 2,2937     | 51   |         |      |            |      |
| -0,1812                    | -    | 0,18121297 | 21   | -0,1592 | -    | 0,1592     | 10   |         |      |            |      |
| -2,9045                    | -    | 2,90451407 | 61   | -1,8061 | -    | 1,8061     | 47   | -1,5885 | -    | 1,5885     | 33   |
| 0,0836                     | +    | 0,08364413 | 15   | 0,0317  | +    | 0,0317     | 1    | -0,0654 | -    | 0,0654     | 5    |
| 0,1633                     | +    | 0,16329333 | 20   | 0,1633  | +    | 0,1633     | 12   | 0,1633  | +    | 0,1633     | 9    |
| 0,0771                     | +    | 0,07713914 | 13   | -0,1199 | -    | 0,1199     | 9    | -0,0669 | -    | 0,0669     | 6    |
| 0,4441                     | +    | 0,44411755 | 38   | 0,4329  | +    | 0,4329     | 23   | 1,3657  | +    | 1,3657     | 31   |
| -0,0972                    | -    | 0,09716948 | 16   | 0,0564  | +    | 0,0564     | 3    | 0,0035  | +    | 0,0035     | 1    |
| 0,1916                     | +    | 0,19162202 | 24   | 0,5427  | +    | 0,5427     | 32   | 0,2337  | +    | 0,2337     | 11   |
| -0,5128                    | -    | 0,51278601 | 42   |         |      |            |      |         |      |            |      |
| 0,4926                     | +    | 0,49256004 | 40   | 0,4569  | +    | 0,4569     | 25   |         |      |            |      |
| 0,281                      | +    | 0,28102434 | 28   | 0,2223  | +    | 0,2223     | 15   | 0,1194  | +    | 0,1194     | 7    |
| -1,0719                    | -    | 1,07194962 | 50   | -6,5993 | -    | 6,5993     | 57   | -13,367 | -    | 13,367     | 39   |
| -0,0011                    | -    | 0,00113776 | 1    | 1,3586  | +    | 1,3586     | 46   | 0,7618  | +    | 0,7618     | 26   |
| 0,3242                     | +    | 0,32423694 | 31   | 0,2797  | +    | 0,2797     | 16   | 0,0392  | +    | 0,0392     | 3    |
| -0,465                     | -    | 0,46503712 | 39   | -0,5509 | -    | 0,5509     | 33   |         |      |            |      |
| -5,442                     | -    | 5,44202559 | 62   | -4,8653 | -    | 4,8653     | 55   | -4,2355 | -    | 4,2355     | 37   |
| 0,4261                     | +    | 0,42607044 | 36   | 0,6937  | +    | 0,6937     | 41   | 1,5118  | +    | 1,5118     | 32   |
| -0,3371                    | -    | 0,33705888 | 33   | -0,5537 | -    | 0,5537     | 34   |         |      |            |      |
| -0,0599                    | -    | 0,05994593 | 9    | 0,1971  | +    | 0,1971     | 14   | 1,1595  | +    | 1,1595     | 28   |
| -0,0774                    | -    | 0,07736075 | 14   | -0,2956 | -    | 0,2956     | 18   | -0,2729 | -    | 0,2729     | 12   |
| 0,2264                     | +    | 0,22643857 | 26   | 0,0598  | +    | 0,0598     | 5    | -0,3194 | -    | 0,3194     | 15   |
| 0,7278                     | +    | 0,72782367 | 48   | 0,5962  | +    | 0,5962     | 38   | 3,6827  | +    | 3,6827     | 36   |
| -0,7447                    | -    | 0,74472228 | 49   |         |      |            |      |         |      |            |      |
| -0,0571                    | -    | 0,05714574 | 8    | -0,4261 | -    | 0,4261     | 22   |         |      |            |      |
| -0,3315                    | -    | 0,33149858 | 32   | -0,5687 | -    | 0,5687     | 35   |         |      |            |      |
| 0,0708                     | +    | 0,07079084 | 11   | 0,1026  | +    | 0,1026     | 8    |         |      |            |      |
| -0,3506                    | -    | 0,35055827 | 34   | -0,4887 | -    | 0,4887     | 27   | -0,6157 | -    | 0,6157     | 22   |
| 0,191                      | +    | 0,19097557 | 23   | 0,3182  | +    | 0,3182     | 19   | 0,3596  | +    | 0,3596     | 17   |
| 0,0466                     | +    | 0,04657017 | 6    | 0,0592  | +    | 0,0592     | 4    | 0,7376  | +    | 0,7376     | 24   |
| -0,0065                    | -    | 0,00652619 | 3    | 0,1631  | +    | 0,1631     | 11   | 0,3419  | +    | 0,3419     | 16   |
| -0,656                     | -    | 0,65602326 | 47   | -0,5367 | -    | 0,5367     | 31   | -0,622  | -    | 0,622      | 23   |
| 0,0049                     | +    | 0,00494632 | 2    | 0,4527  | +    | 0,4527     | 24   |         |      |            |      |
| 0,1274                     | +    | 0,12741142 | 19   |         |      |            |      |         |      |            |      |
| 0,614                      | +    | 0,61400302 | 45   | 0,6475  | +    | 0,6475     | 39   | 0,388   | +    | 0,388      | 18   |
| 0,353                      | +    | 0,3529795  | 35   | 0,324   | +    | 0,324      | 21   | 0,3014  | +    | 0,3014     | 14   |

Bilag 5: Omsætning udregning:

| Targetselskaber              | Selskab                  |         |         |         |                                |      |      |
|------------------------------|--------------------------|---------|---------|---------|--------------------------------|------|------|
|                              | omsætning, ikke justeret |         |         |         | Omsætningsvækst, ikke justeret |      |      |
|                              | t-1                      | t+1     | t+2     | t+3     | t+1                            | t+2  | t+3  |
| FIT BIOTECH OY               | 0,0                      | 0,0     |         |         | -0,7                           |      |      |
| OREXO AB                     | 86,7                     | 132,0   | 76,8    | 233,3   | 0,5                            | -0,1 | 1,7  |
| VELOXIS PHARMACEUTICALS AS   | 6,3                      | 64,7    | 64,7    | 64,7    | 9,3                            | 9,3  | 9,3  |
| PRONOVA BIOPHARMA ASA        | 448,5                    | 1301,5  | 1789,8  | 1643,7  | 1,9                            | 3,0  | 2,7  |
| ELECTROMAGNETIC GEOSERV      | 117,7                    | 116,2   | 59,0    | 75,4    | 0,0                            | -0,5 | -0,4 |
| ADVANCED PROD & LOADING      | 595,1                    | 1671,7  | 329,2   | 414,5   | 1,8                            | -0,4 | -0,3 |
| MINESTO AB                   | 11,7                     | 27,6    |         |         | 1,4                            |      |      |
| SAVO-SOLAR OYJ               | 1,2                      | 5,4     | 0,8     |         | 3,6                            | -0,3 |      |
| NORDAX GROUP AB              | 1192,0                   | 1430,0  | 1450,0  |         | 0,2                            | 0,2  |      |
| RESURS HOLDING AB            | 2371,1                   | 3091,3  | 3062,9  |         | 0,3                            | 0,3  |      |
| INTRUM JUSTITIA AB           | 2320,6                   | 2864,6  | 2848,8  | 2823,2  | 0,2                            | 0,2  | 0,2  |
| ATTENDO AB                   | 9045,0                   | 10212,0 | 11157,0 |         | 0,1                            | 0,2  |      |
| CAPIO AB                     | 13200                    | 14069,0 | 15327,0 |         | 0,1                            | 0,2  |      |
| PIHLAJALINNA PLC             | 148,9                    | 399,1   | 424,0   |         | 1,7                            | 1,8  |      |
| NEXSTIM PLC                  | 1,9                      | 2,6     | 2,5     | 2,7     | 0,4                            | 0,3  | 0,4  |
| SCIBASE HOLDING AB           | 1,6                      | 6,4     | 6,4     | 6,4     | 3,0                            | 3,0  | 3,0  |
| CHR.HANSEN HOLDINGS AS       | 511,2                    | 635,6   | 698,7   | 738,4   | 0,2                            | 0,4  | 0,4  |
| NORDIC WATERPROOFING HOLDING | 1720                     | 2187    | 2680    |         | 0,3                            | 0,6  |      |
| MQ HOLDING AB                | 1384,2                   | 1486,7  | 1523,8  | 1462,7  | 0,1                            | 0,1  | 0,1  |
| PANDORA AS                   | 3461,1                   | 6658,0  | 6652,0  | 9010,0  | 0,9                            | 0,9  | 1,6  |
| XXL SPORT & VILLMARK AS      | 4010,0                   | 6486,0  | 7813,0  | 8709,0  | 0,6                            | 0,9  | 1,2  |
| KAPPAHL                      | 4217,0                   | 4622,3  | 4866,4  | 5110,7  | 0,1                            | 0,2  | 0,2  |
| FOOTWAY GROUP AB             | 221,9                    | 343,9   | 502,2   |         | 0,6                            | 1,3  |      |
| COMHEM HOLDING AB            | 4447,9                   | 5000,1  | 5665,0  | 7136,0  | 0,1                            | 0,3  | 0,6  |
| KONGBERG AUTOMOTIVE ASA      | 2185,3                   | 2863,0  | 3194,0  | 905,9   | 0,3                            | 0,5  | -0,6 |
| ALIMAK GROUP AB              | 1742,5                   | 2048,6  | 4000,7  |         | 0,2                            | 1,3  |      |
| BRAVIDA HOLDING AB           | 12000,0                  | 14792,0 | 17293,0 |         | 0,2                            | 0,4  |      |
| CONSTITUTION PLC             | 215,9                    | 261,6   | 300,2   |         | 0,2                            | 0,4  |      |
| TROAX GROUP AB               | 84,5                     | 115,8   | 152,1   |         | 0,4                            | 0,8  |      |
| LINDAB INTL AB               | 6214,0                   | 9280,0  | 9840,0  | 7019,0  | 0,5                            | 0,6  | 0,1  |
| BUFAB HOLDING AB             | 2031,0                   | 2458,0  | 2847,0  | 3201,0  | 0,2                            | 0,4  | 0,6  |
| BULTEN AB                    | 2607,3                   | 2963,5  | 2963,5  | 2963,5  | 0,1                            | 0,1  | 0,1  |
| HMS NETWORKS AB              | 227,4                    | 316,6   | 244,5   | 344,5   | 0,4                            | 0,1  | 0,5  |
| NEDERMAN HOLDING AB          | 877,8                    | 1272,3  | 1052,0  | 1694,1  | 0,4                            | 0,2  | 0,9  |
| ALFA LAVAL AB                | 15829,6                  | 13909,3 | 14985,8 | 16320,4 | -0,1                           | -0,1 | 0,0  |
| BE GROUP AB                  | 5790,2                   | 7650,2  | 7713,1  | 4308,0  | 0,3                            | 0,3  | -0,3 |
| TEAM TANKERS INTL LTD        | 348,5                    | 266,5   |         |         | -0,2                           |      |      |
| RENONORDEN ASA               | 1266,5                   | 1771,6  | 1873,5  |         | 0,4                            | 0,5  |      |
| SALCOMP PLC                  | 156,0                    | 286,2   | 283,3   | 239,5   | 0,8                            | 0,8  | 0,5  |
| ASETEK AS                    | 18,7                     | 20,8    | 36,0    | 50,9    | 0,1                            | 0,9  | 1,7  |
| AFFECTO OYJ                  | 26,7                     | 50,2    | 97,5    | 131,6   | 0,9                            | 2,6  | 3,9  |
| TRANSMODE AB                 | 699,3                    | 1010,9  | 1029,1  | 930,0   | 0,4                            | 0,5  | 0,3  |
| ELTEL AB                     | 1242,1                   | 1399,8  | 1329,9  |         | 0,1                            | 0,1  |      |
| CERMAQ ASA                   | 4997,3                   | 7533,7  | 7721,2  | 9831,8  | 0,5                            | 0,5  | 1,0  |
| SALMAR ASA                   | 1240,7                   | 1704,2  | 2376,3  | 3399,9  | 0,4                            | 0,9  | 1,7  |
| SCANDI STANDARD AB           | 3120,0                   | 5422,9  | 5967,4  |         | 0,7                            | 0,9  |      |
| NEAS ASA                     | 260,9                    | 414,6   | 516,4   | 520,0   | 0,6                            | 1,0  | 1,0  |
| ISS A/S                      | 78459,0                  | 79579,0 | 78658,0 | 79912,0 | 0,0                            | 0,0  | 0,0  |
| HUMANA AB                    | 5655                     | 6557    | 6725    |         | 0,2                            | 0,2  |      |
| ZALARIS ASA                  | 262,2                    | 373,7   | 396,6   | 577,3   | 0,4                            | 0,5  | 1,2  |
| COOR SERVICE MANAGEMENT      | 6843,8                   | 7631,0  |         |         | 0,1                            |      |      |
| KOTIPIZZA GROUP OYJ          | 53,9                     | 56,4    | 68,7    |         | 0,0                            | 0,3  |      |
| SCANDIC HOTELS GROUP AB      | 10825,9                  | 13082,0 | 14582,0 |         | 0,2                            | 0,3  |      |
| DUSTIN AB (PUBL)             | 7370,9                   | 8300,8  | 9306,2  |         | 0,1                            | 0,3  |      |
| DUNI AB                      | 6254,0                   | 4099,0  | 4220,0  | 3971,0  | -0,3                           | -0,3 | -0,4 |
| NOBIA AB                     | 8283,0                   | 9273,0  | 11337,0 | 12442,0 | 0,1                            | 0,4  | 0,5  |
| BALLINGSLOEV INTERNATIONAL   | 1233,9                   | 1204,5  | 1298,3  | 1870,9  | 0,0                            | 0,1  | 0,5  |
| INWIDO AB                    | 4300,0                   | 5220,1  | 5672,4  | 6371,0  | 0,2                            | 0,3  | 0,5  |
| THULE GROUP AB               | 4331,0                   | 5320,0  | 5611,0  | 5872,0  | 0,2                            | 0,3  | 0,4  |
| DOMETIC GROUP AB             | 8806,0                   | 12388,0 | 14044,0 |         | 0,4                            | 0,6  |      |
| EUROPRIS ASA                 | 4153,0                   | 4980,6  |         |         | 0,2                            |      |      |
| Takmanni                     | 1384,7                   | 1270,2  | 1724,8  |         | -0,1                           | 0,2  |      |
| MATAS AS                     | 3200,0                   | 3433,3  | 3426,1  | 3463,4  | 0,1                            | 0,1  | 0,1  |



| Peers           |          |          |          |                       |      |       | Peers justeret          |     |      |  |
|-----------------|----------|----------|----------|-----------------------|------|-------|-------------------------|-----|------|--|
| Omsetning peers |          |          |          | Omsetning brutt peers |      |       | Adj. deltaperf          |     |      |  |
| t-1             | t+1      | t+2      | t+3      | t+1                   | t+2  | t+3   | Endring, peers justeret |     |      |  |
| t-1             | t+1      | t+2      | t+3      | t+1                   | t+2  | t+3   | t+1                     | t+2 | t+3  |  |
| 117,3           | 120,8    | 172,1    | 131,1    | 0,0                   | 0,5  | 0,1   | 0                       | -1  | 2    |  |
| 18,7            | 77,8     | 77,8     | 77,8     | 3,2                   | 3,2  | 3,2   | 6                       | 6   | 6    |  |
| 155,4           | 477,0    | 330,4    | 448,1    | 2,1                   | 1,1  | 1,9   | 0                       | 2   | 1    |  |
| 395,9           | 565,8    | 477,7    | 568,3    | 0,4                   | 0,2  | 0,4   | 0                       | -1  | -1   |  |
| 1216,6          | 1917,5   | 2083,2   | 2756,7   | 0,6                   | 0,7  | 1,3   | 1                       | -1  | -2   |  |
| 4113,9          | 5783,6   | 5135,2   |          | 0,4                   | 0,2  |       | 1                       |     |      |  |
| 0,1             | 2,4      | 3,1      |          | 20,4                  | 27,1 |       | -17                     | -27 |      |  |
| 1335,7          | 3039,7   | 4361,6   |          | 1,3                   | 2,3  |       | -1                      | -2  |      |  |
| 1335,7          | 3039,7   | 4361,6   |          | 1,3                   | 2,3  |       | -1                      | -2  |      |  |
| 1335,7          | 3039,7   | 4361,6   |          | 1,3                   | 2,3  |       | -1                      | -2  |      |  |
| 449,0           | 528,7    | 541,3    |          | 0,2                   | 0,2  |       | 0                       | 0   |      |  |
| 449,0           | 528,7    | 541,3    |          | 0,2                   | 0,2  |       | 0                       | 0   |      |  |
| 449,0           | 528,7    | 541,3    |          | 0,2                   | 0,2  |       | 2                       | 2   |      |  |
| 3,5             | 6,1      | 8,2      | 9,0      | 0,8                   | 1,4  | 1,6   | 0                       | -1  | -1   |  |
| 2,6             | 5,1      | 5,1      | 5,1      | 1,0                   | 1,0  | 1,0   | 2                       | 2   | 2    |  |
| 789,8           | 686,7    | 536,4    | 571,0    | -0,1                  | -0,3 | -0,3  | 0                       | 1   | 1    |  |
| 789,8           | 686,7    | 536,4    |          | -0,1                  | -0,3 |       | 0                       | 1   |      |  |
| 1250,1          | 1419,0   | 1469,9   | 1440,6   | 0,1                   | 0,2  | 0,2   | 0                       | 0   | 0    |  |
| 3600,6          | 3925,4   | 3819,1   | 3314,2   | 0,1                   | 0,1  | -0,1  | 1                       | 1   | 2    |  |
| 2675,7          | 2036,4   | 1984,1   | 1902,5   | -0,2                  | -0,3 | -0,3  | 1                       | 1   | 1    |  |
| 2181,0          | 2376,0   | 2808,0   | 2649,5   | 0,1                   | 0,3  | 0,2   | 0                       | 0   | 0    |  |
| 416,5           | 527,1    | 563,4    |          | 0,3                   | 0,4  |       | 0                       | 1   |      |  |
| 8865,5          | 8797,4   | 7679,6   | 7459,2   | 0,0                   | -0,1 | -0,2  | 0                       | 0   | 1    |  |
| 2651,9          | 3170,4   | 3267,2   | 3074,9   | 0,2                   | 0,2  | 0,2   | 0                       | 0   | -1   |  |
| 7334,5          | 8784,3   | 8942,4   |          | 0,2                   | 0,2  |       | 0                       | 1   |      |  |
| 16620,4         | 22572,0  | 23584,0  |          | 0,4                   | 0,4  |       | 0                       | 0   |      |  |
| 329,4           | 978,2    | 1182,9   |          | 2,0                   | 2,6  |       | -2                      | -2  |      |  |
| 92,6            | 124,2    | 122,4    |          | 0,3                   | 0,3  |       | 0                       | 0   |      |  |
| 14365,4         | 24415,2  | 27707,6  | 15301,2  | 0,7                   | 0,9  | 0,1   | 0                       | 0   | 0    |  |
| 730,0           | 980,2    | 1132,0   | 1382,8   | 0,3                   | 0,6  | 0,9   | 0                       | 0   | 0    |  |
| 901,4           | 786,0    | 786,0    | 786,0    | -0,1                  | -0,1 | -0,1  | 0                       | 0   | 0    |  |
| 2487,5          | 3207,8   | 2511,1   | 2782,4   | 0,3                   | 0,0  | 0,1   | 0                       | 0   | 0    |  |
| 1157,0          | 949,2    | 734,1    | 749,2    | -0,2                  | -0,4 | -0,4  | 1                       | 1   | 1    |  |
| 1061,0          | 1024,0   | 730,1    | 747,8    | 0,0                   | -0,3 | -0,3  | 0                       | 0   | 0    |  |
| 5552,0          | 6913,0   | 5474,0   | 2611,0   | 0,2                   | 0,0  | -0,5  | 0                       | 0   | 0    |  |
| 165,5           | 181,5    | 193,9    |          | 0,1                   | 0,2  |       | 0                       |     |      |  |
| 1551,0          | 672,6    | 683,0    | 700,4    | -0,6                  | -0,6 | -0,5  | 1                       | 1   |      |  |
| 237,8           | 185,9    | 153,5    | 154,8    | -0,2                  | -0,4 | -0,3  | 1                       | 1   | 1    |  |
| 19,3            | 132,5    | 1478,4   | 3367,8   | 5,9                   | 75,7 | 173,7 | -6                      | -75 | -172 |  |
| 240,4           | 377,5    | 457,9    | 559,1    | 0,6                   | 0,9  | 1,3   | 0                       | 2   | 3    |  |
| 537,3           | 761,1    | 826,8    | 895,9    | 0,4                   | 0,5  | 0,7   | 0                       | 0   | 0    |  |
| 1313,3          | 1625,4   | 1605,2   |          | 0,2                   | 0,2  |       | 0                       | 0   |      |  |
| 2947,9          | 5636,0   | 10159,8  | 9772,0   | 0,9                   | 2,4  | 2,3   | 0                       | -2  | -1   |  |
| 5636,0          | 9772,0   | 10987,0  | 12039,5  | 0,7                   | 0,9  | 1,1   | 0                       | 0   | 1    |  |
| 2499,7          | 3556,5   | 4657,4   | 5979,7   | 0,4                   | 0,9  | 1,4   | 0                       | 0   |      |  |
| 398,4           | 393,4    | 253,5    | 316,1    | 0,0                   | -0,4 | -0,2  | 1                       | 1   | 1    |  |
| 65700,1         | 80860,1  | 88162,4  | 92196,8  | 0,2                   | 0,3  | 0,4   | 0                       | 0   | 0    |  |
| 65700,1         | 80860,1  | 88162,4  |          | 0,2                   | 0,3  |       | 0                       | 0   |      |  |
| 256,8           | 395,0    | 431,2    | 431,0    | 0,5                   | 0,7  | 0,7   | 0                       | 0   | 1    |  |
| 3068,4          | 4324,7   | 5812,4   |          | 0,4                   | 0,9  |       | 0                       |     |      |  |
| 86,7            | 130,1    | 185,9    |          | 0,5                   | 1,1  |       | 0                       | -1  |      |  |
| 1315,6          | 1550,9   | 1789,9   |          | 0,2                   | 0,4  |       | 0                       | 0   |      |  |
| 57449,2         | 62118,2  | 62569,5  |          | 0,1                   | 0,1  |       | 0                       | 0   |      |  |
| 2505,1          | 2670,7   | 2585,3   | 2864,5   | 0,1                   | 0,0  | 0,1   | 0                       | 0   | -1   |  |
| 135803,0        | 124077,0 | 120651,0 | 129469,0 | -0,1                  | -0,1 | 0,0   | 0                       | 0   | 1    |  |
| 1616,4          | 1629,9   | 1726,8   | 1696,3   | 0,0                   | 0,1  | 0,0   | 0                       | 0   | 0    |  |
| 549,3           | 665,6    | 664,1    | 643,5    | 0,2                   | 0,2  | 0,2   | 0                       | 0   | 0    |  |
| 1866,9          | 2372,2   | 2515,7   | 2528,1   | 0,3                   | 0,3  | 0,4   | 0                       | 0   | 0    |  |
| 1881,9          | 2515,7   | 2528,1   |          | 0,3                   | 0,3  |       | 0                       | 0   |      |  |
| 9070,6          | 10180,4  | 10676,0  |          | 0,1                   | 0,2  |       | 0                       |     |      |  |
| 2791,0          | 1916,9   | 2136,2   |          | -0,3                  | -0,2 |       | 0                       | 0   |      |  |
| 2791,0          | 1916,9   | 2136,2   | 2173,1   | -0,3                  | -0,2 | -0,2  | 0                       | 0   | 0    |  |

| Test af ikke justeret tal |      |      |         |      |      |         |      |      |  |  |  |
|---------------------------|------|------|---------|------|------|---------|------|------|--|--|--|
| t+1                       |      |      | t+2     |      |      | t+3     |      |      |  |  |  |
| Diff                      | Sign | Rank | Diff    | Sign | Rank | Diff    | Sign | Rank |  |  |  |
| -0,66666667               | -    | 52   |         |      |      |         |      |      |  |  |  |
| 0,521720579               | +    | 48   | -0,1148 | -    | 8    | 1,691   | +    | 31   |  |  |  |
| 9,291872117               | +    | 63   | 9,2919  | +    | 58   | 9,2919  | +    | 37   |  |  |  |
| 1,901940499               | +    | 60   | 2,9907  | +    | 56   | 2,665   | +    | 34   |  |  |  |
| -0,013342053              | -    | 1    | -0,4991 | -    | 38   | -0,2596 | -    | 13   |  |  |  |
| 1,809107713               | +    | 59   | -0,4468 | -    | 34   | -0,3035 | -    | 10   |  |  |  |
| 1,361780284               | +    | 57   |         |      |      |         |      |      |  |  |  |
| 3,648323302               | +    | 62   | -0,2863 | -    | 21   |         |      |      |  |  |  |
| 0,19966443                | +    | 22   | 0,2164  | +    | 14   |         |      |      |  |  |  |
| 0,30374088                | +    | 33   | 0,2918  | +    | 22   |         |      |      |  |  |  |
|                           |      |      |         |      |      |         |      |      |  |  |  |
| 0,234422132               | +    | 29   | 0,2276  | +    | 15   | 0,2166  | +    | 8    |  |  |  |
| 0,129021559               | +    | 17   | 0,2335  | +    | 16   |         |      |      |  |  |  |
| 0,065833333               | +    | 5    | 0,1611  | +    | 11   |         |      |      |  |  |  |
| 1,681114925               | +    | 58   | 1,8484  | +    | 54   |         |      |      |  |  |  |
| 0,350840336               | +    | 37   | 0,3178  | +    | 24   | 0,4097  | +    | 15   |  |  |  |
| 3,0225                    | +    | 61   | 3,0225  | +    | 57   | 3,0225  | +    | 35   |  |  |  |
| 0,243356279               | +    | 31   | 0,3668  | +    | 29   | 0,4445  | +    | 16   |  |  |  |
| 0,271511628               | +    | 32   | 0,5581  | +    | 41   |         |      |      |  |  |  |
| 0,074031717               | +    | 7    | 0,1081  | +    | 7    | 0,0567  | +    | 3    |  |  |  |
| 0,923675891               | +    | 56   | 0,9219  | +    | 48   | 1,6032  | +    | 30   |  |  |  |
| 0,617456359               | +    | 51   | 0,9484  | +    | 50   | 1,1718  | +    | 28   |  |  |  |
| 0,096110979               | +    | 9    | 0,154   | +    | 10   | 0,2119  | +    | 7    |  |  |  |
| 0,550265027               | +    | 49   | 1,2637  | +    | 52   |         |      |      |  |  |  |
| 0,124138751               | +    | 14   | 0,2736  | +    | 19   | 0,6044  | +    | 24   |  |  |  |
| 0,310107412               | +    | 34   | 0,4616  | +    | 35   | -0,5855 | -    | 23   |  |  |  |
| 0,175687929               | +    | 20   | 1,296   | +    | 53   |         |      |      |  |  |  |
| 0,232666667               | +    | 28   | 0,4411  | +    | 33   |         |      |      |  |  |  |
| 0,211292392               | +    | 25   | 0,3903  | +    | 31   |         |      |      |  |  |  |
| 0,36964442                | +    | 38   | 0,7992  | +    | 44   |         |      |      |  |  |  |
| 0,493401995               | +    | 46   | 0,5835  | +    | 42   | 0,1295  | +    | 5    |  |  |  |
| 0,21024126                | +    | 24   | 0,4018  | +    | 32   | 0,5761  | +    | 22   |  |  |  |
| 0,136616423               | +    | 18   | 0,1366  | +    | 9    | 0,1366  | +    | 6    |  |  |  |
| 0,391865036               | +    | 40   | 0,0752  | +    | 6    | 0,5148  | +    | 19   |  |  |  |
| 0,449428909               | +    | 45   | 0,1985  | +    | 13   | 0,93    | +    | 25   |  |  |  |
| -0,121310709              | -    | 13   | -0,0533 | -    | 3    | 0,0316  | +    | 2    |  |  |  |
| 0,321227702               | +    | 35   | 0,3321  | +    | 27   | -0,256  | -    | 9    |  |  |  |
| -0,235182209              | -    | 30   |         |      |      |         |      |      |  |  |  |
| 0,398812151               | +    | 41   | 0,4793  | +    | 37   |         |      |      |  |  |  |
| 0,834484836               | +    | 54   | 0,8154  | +    | 45   | 0,5347  | +    | 21   |  |  |  |
| 0,115946684               | +    | 11   | 0,9261  | +    | 49   | 1,7258  | +    | 32   |  |  |  |
| 0,877534226               | +    | 55   | 2,6461  | +    | 55   | 3,9213  | +    | 36   |  |  |  |
| 0,445584311               | +    | 44   | 0,4716  | +    | 36   | 0,3299  | +    | 11   |  |  |  |
| 0,126962402               | +    | 16   | 0,0707  | +    | 5    |         |      |      |  |  |  |
| 0,507551567               | +    | 47   | 0,5451  | +    | 40   | 0,9674  | +    | 26   |  |  |  |
| 0,373648712               | +    | 39   | 0,9153  | +    | 47   | 1,7404  | +    | 33   |  |  |  |
| 0,738108974               | +    | 53   | 0,9126  | +    | 46   |         |      |      |  |  |  |
| 0,589070393               | +    | 50   | 0,9793  | +    | 51   | 0,9931  | +    | 27   |  |  |  |
| 0,014274972               | +    | 2    | 0,0025  | +    | 1    | 0,0185  | +    | 1    |  |  |  |
| 0,159504863               | +    | 19   | 0,1892  | +    | 12   |         |      |      |  |  |  |
| 0,425233395               | +    | 43   | 0,5127  | +    | 39   | 1,2018  | +    | 29   |  |  |  |
| 0,115025284               | +    | 10   |         |      |      |         |      |      |  |  |  |
| 0,045592818               | +    | 4    | 0,275   | +    | 20   |         |      |      |  |  |  |
| 0,208398378               | +    | 23   | 0,347   | +    | 28   |         |      |      |  |  |  |
| 0,126159341               | +    | 15   | 0,2626  | +    | 18   |         |      |      |  |  |  |
| -0,344579469              | -    | 36   | -0,3252 | -    | 26   | -0,365  | -    | 14   |  |  |  |
| 0,119521912               | +    | 12   | 0,3687  | +    | 30   | 0,5021  | +    | 18   |  |  |  |
| -0,023800744              | -    | 3    | 0,0522  | +    | 2    | 0,5162  | +    | 20   |  |  |  |
| 0,213976744               | +    | 26   | 0,3192  | +    | 25   | 0,4816  | +    | 17   |  |  |  |
| 0,228353729               | +    | 27   | 0,2955  | +    | 23   | 0,3558  | +    | 12   |  |  |  |
| 0,406768113               | +    | 42   | 0,5948  | +    | 43   |         |      |      |  |  |  |
| 0,199297801               | +    | 21   |         |      |      |         |      |      |  |  |  |
| -0,082689391              | -    | 8    | 0,2456  | +    | 17   |         |      |      |  |  |  |
| 0,07290625                | +    | 6    | 0,0707  | +    | 4    | 0,0823  | +    | 4    |  |  |  |

| AO                         | AP            | AR   | AS      | AT            | AU   | AV      | AW            | AX   | AY | AZ |
|----------------------------|---------------|------|---------|---------------|------|---------|---------------|------|----|----|
| Test af peers justeret tal |               |      |         |               |      |         |               |      |    |    |
| t+1                        |               |      | t+2     |               |      | t+3     |               |      |    |    |
| Diff                       | Signalet diff | Rank | Diff    | Signalet diff | Rank | Diff    | Signalet diff | Rank |    |    |
| 0,4913                     | +             | 45   | -0,5825 | -             | 33   | 1,5726  | +             | 31   |    |    |
| 6,1282                     | +             | 61   | 6,1282  | +             | 56   | 6,1282  | +             | 35   |    |    |
| -0,1669                    | -             | 25   | 1,8647  | +             | 49   | 0,782   | +             | 22   |    |    |
| -0,4426                    | -             | 43   | -0,7059 | -             | 35   | -0,7951 | -             | 23   |    |    |
| 1,2331                     | +             | 56   | -1,1591 | -             | 43   | -1,5693 | -             | 30   |    |    |
| 0,9559                     | +             | 50   |         |               |      |         |               |      |    |    |
| -16,718                    | -             | 62   | -27,358 | -             | 57   |         |               |      |    |    |
| -1,0761                    | -             | 55   | -2,049  | -             | 54   |         |               |      |    |    |
| -0,972                     | -             | 52   | -1,9737 | -             | 51   |         |               |      |    |    |
| -1,0413                    | -             | 53   | -2,0378 | -             | 52   |         |               |      |    |    |
| -0,0485                    | -             | 10   | 0,0279  | +             | 4    |         |               |      |    |    |
| -0,1117                    | -             | 19   | -0,0444 | -             | 6    |         |               |      |    |    |
| 1,5036                     | +             | 57   | 1,6429  | +             | 47   |         |               |      |    |    |
| -0,4021                    | -             | 40   | -1,0562 | -             | 41   | -1,1975 | -             | 25   |    |    |
| 2,0489                     | +             | 59   | 2,0489  | +             | 53   | 2,0489  | +             | 33   |    |    |
| 0,3738                     | +             | 37   | 0,6876  | +             | 34   | 0,7215  | +             | 19   |    |    |
| 0,4021                     | +             | 39   | 0,879   | +             | 38   |         |               |      |    |    |
| -0,061                     | -             | 11   | -0,0677 | -             | 11   | -0,0957 | -             | 4    |    |    |
| 0,8335                     | +             | 48   | 0,8613  | +             | 36   | 1,6828  | +             | 32   |    |    |
| 0,8564                     | +             | 49   | 1,2068  | +             | 45   | 1,4608  | +             | 29   |    |    |
| 0,0067                     | +             | 2    | -0,1335 | -             | 13   | -0,0029 | -             | 2    |    |    |
| 0,2848                     | +             | 31   | 0,911   | +             | 39   |         |               |      |    |    |
| 0,1318                     | +             | 23   | 0,4074  | +             | 28   | 0,763   | +             | 21   |    |    |
| 0,1146                     | +             | 21   | 0,2295  | +             | 19   | -0,745  | -             | 20   |    |    |
| -0,022                     | -             | 3    | 1,0768  | +             | 42   |         |               |      |    |    |
| -0,1254                    | -             | 22   | 0,0221  | +             | 3    |         |               |      |    |    |
| -1,7589                    | -             | 58   | -2,2014 | -             | 55   |         |               |      |    |    |
| 0,0284                     | +             | 4    | 0,4772  | +             | 29   |         |               |      |    |    |
| -0,2062                    | -             | 27   | -0,3453 | -             | 25   | 0,0644  | +             | 3    |    |    |
| -0,1325                    | -             | 24   | -0,1489 | -             | 14   | -0,3182 | -             | 9    |    |    |
| 0,2646                     | +             | 30   | 0,2646  | +             | 22   | 0,2646  | +             | 5    |    |    |
| 0,1023                     | +             | 17   | 0,0657  | +             | 9    | 0,3963  | +             | 13   |    |    |
| 0,629                      | +             | 47   | 0,564   | +             | 32   | 1,2824  | +             | 27   |    |    |
| -0,0864                    | -             | 16   | 0,2586  | +             | 21   | 0,3268  | +             | 10   |    |    |
| 0,0761                     | +             | 14   | 0,3461  | +             | 26   | 0,2737  | +             | 6    |    |    |
| -0,3319                    | -             | 35   |         |               |      |         |               |      |    |    |
| 0,9652                     | +             | 51   | 1,0389  | +             | 40   |         |               |      |    |    |
| 1,0526                     | +             | 54   | 1,17    | +             | 44   | 0,8838  | +             | 24   |    |    |
| -5,7567                    | -             | 60   | -74,761 | -             | 58   | -171,96 | -             | 36   |    |    |
| 0,3074                     | +             | 33   | 1,7415  | +             | 48   | 2,5957  | +             | 34   |    |    |
| 0,0289                     | +             | 5    | -0,0673 | -             | 10   | -0,3377 | -             | 11   |    |    |
| -0,1106                    | -             | 18   | -0,1515 | -             | 15   |         |               |      |    |    |
| -0,4043                    | -             | 41   | -1,9014 | -             | 50   | -1,3475 | -             | 28   |    |    |
| -0,3602                    | -             | 36   | -0,0341 | -             | 5    | 0,6042  | +             | 18   |    |    |
| 0,3153                     | +             | 34   | 0,0494  | +             | 7    |         |               |      |    |    |
| 0,6016                     | +             | 46   | 1,343   | +             | 46   | 1,1997  | +             | 26   |    |    |
| -0,2165                    | -             | 28   | -0,3394 | -             | 24   | -0,3848 | -             | 12   |    |    |
| -0,0712                    | -             | 13   | -0,1527 | -             | 16   |         |               |      |    |    |
| -0,1129                    | -             | 20   | -0,1663 | -             | 17   | 0,5235  | +             | 16   |    |    |
| -0,2944                    | -             | 32   |         |               |      |         |               |      |    |    |
| -0,4555                    | -             | 44   | -0,8698 | -             | 37   |         |               |      |    |    |
| 0,0295                     | +             | 6    | -0,0136 | -             | 1    |         |               |      |    |    |
| 0,0449                     | +             | 9    | 0,1734  | +             | 18   |         |               |      |    |    |
| -0,4107                    | -             | 42   | -0,3572 | -             | 27   | -0,5085 | -             | 15   |    |    |
| 0,2059                     | +             | 26   | 0,4803  | +             | 31   | 0,5488  | +             | 17   |    |    |
| -0,0322                    | -             | 7    | -0,0161 | -             | 2    | 0,4668  | +             | 14   |    |    |
| 0,0022                     | +             | 1    | 0,1101  | +             | 12   | 0,3101  | +             | 8    |    |    |
| -0,0423                    | -             | 8    | -0,052  | -             | 8    | 0,0016  | +             | 1    |    |    |
| 0,07                       | +             | 12   | 0,2514  | +             | 20   |         |               |      |    |    |
| 0,0769                     | +             | 15   |         |               |      |         |               |      |    |    |
| 0,2305                     | +             | 29   | 0,4802  | +             | 30   |         |               |      |    |    |
| 0,2861                     | +             | 38   | 0,3053  | +             | 23   | 0,3037  | +             | 7    |    |    |

Bilag 6: ROA udregning:

| Targetselskaber              | Selskab            |      |      |      |                           |      |      |
|------------------------------|--------------------|------|------|------|---------------------------|------|------|
|                              | ROA, ikke justeret |      |      |      | Delta Perf                |      |      |
|                              |                    |      |      |      | ROA ændring ikke justeret |      |      |
|                              | t-1                | t+1  | t+2  | t+3  | t+1                       | t+2  | t+3  |
| FIT BIOTECH OY               | -2,2               | -2,1 |      |      | 0,1                       |      |      |
| OREVO AB                     | 0,0                | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,1                      | -0,2 | -0,1 |
| VELOVIS PHARMACEUTICALS AS   | -0,7               | -0,5 | -0,5 | -0,5 | 0,2                       | 0,2  | 0,2  |
| PRONOVA BIOPHARMA ASA        | 0,0                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1                       | 0,1  | 0,1  |
| ELECTROMAGNETIC GEOSERV      | 0,2                | -0,5 | -0,6 | -0,2 | -0,6                      | -0,8 | -0,4 |
| ADVANCED PROD & LOADING      | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                       | 0,0  | 0,1  |
| MINESTO AB                   | -0,1               | -0,1 |      |      | 0,0                       |      |      |
| SAVO-SOLAR OYJ               |                    |      |      |      |                           |      |      |
| NORDAX GROUP AB              | 0,1                | 0,1  | 0,0  |      | 0,0                       | 0,0  |      |
| RESURS HOLDING AB            | 0,2                | 0,2  |      |      | 0,1                       |      |      |
| INTRUM JUSTITIA AB           | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                       | 0,0  | 0,0  |
| ATTENDO AB                   | 0,1                | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                       | 0,0  |      |
| CAPIO AB                     | 0,0                | 0,0  | 0,0  |      | 0,0                       | 0,0  |      |
| PIHLAJALINNA PLC             | 0,1                | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                       | 0,0  |      |
| NEXSTIM PLC                  | -1,5               | -1,1 | -0,6 | -0,5 | 0,3                       | 0,8  | 0,9  |
| SCIBASE HOLDING AB           | -0,9               | -0,5 | -0,5 | -0,5 | 0,4                       | 0,4  | 0,4  |
| CHR.HANSEN HOLDINGS AS       | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                       | 0,1  | 0,1  |
| NORDIC WATERPROOFING HOLDING | 0,1                | 0,1  | 0,2  |      | 0,1                       | 0,1  |      |
| MQ HOLDING AB                | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0,0                       | 0,0  | 0,0  |
| PANDORA AS                   | 0,2                | 0,2  | 0,2  | 0,3  | 0,0                       | -0,1 | 0,0  |
| XXL SPORT & VILLMARK AS      | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                       | 0,0  | 0,0  |
| KAPPAHL                      | 0,2                | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,0                       | 0,0  | 0,0  |
| FOOTWAY GROUP AB             | -0,3               | 0,0  | 0,0  |      | 0,3                       | 0,3  |      |
| COMHEM HOLDING AB            | 0,0                | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0                       | 0,0  | 0,0  |
| KONGSBERG AUTOMOTIVE ASA     | 0,2                | 0,1  | 0,0  | 0,0  | -0,1                      | -0,1 | -0,2 |
| ALIMAK GROUP AB              | 0,1                | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                       | 0,0  |      |
| BRAVIDA HOLDING AB           | 0,1                | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                       | 0,0  |      |
| CONSTIT GROUP PLC            | 0,1                | 0,1  | 0,0  |      | 0,0                       | -0,1 |      |
| TROAX GROUP AB               | 0,1                | 0,1  | 0,2  |      | 0,0                       | 0,1  |      |
| LINDAB INTL AB               | 0,1                | 0,2  | 0,2  | 0,0  | 0,1                       | 0,1  | 0,0  |
| BUFAB HOLDING AB             | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                       | 0,0  | 0,0  |
| BULTEN AB                    | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                       | 0,0  | 0,0  |
| HMS NETWORKS AB              | 0,2                | 0,2  | 0,1  | 0,2  | 0,1                       | 0,0  | 0,1  |
| NEDERMAN HOLDING AB          | 0,1                | 0,1  | 0,0  | 0,1  | 0,0                       | -0,1 | 0,0  |
| ALFA LAVAL AB                | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                       | 0,0  | 0,0  |
| BE GROUP AB                  | 0,1                | 0,2  | 0,1  | -0,1 | 0,0                       | 0,0  | -0,2 |
| TEAM TANKERS INTL LTD        | -0,1               | 0,0  |      |      | 0,1                       |      |      |
| RENONORDEN ASA               | 0,1                | 0,1  | 0,0  |      | 0,0                       | -0,1 |      |
| SALCOMP PLC                  | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1                       | 0,0  | 0,0  |
| ASETEK AS                    | -0,6               | -0,7 | -0,1 | 0,1  | -0,2                      | 0,5  | 0,7  |
| AFFECTO OYJ                  | 0,1                | 0,0  | 0,1  | 0,1  | 0,0                       | 0,0  | 0,0  |
| TRANSMODE AB                 | 0,2                | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 0,0                       | 0,0  | -0,1 |
| ELTEL AB                     | 0,0                | 0,0  | 0,0  |      | 0,0                       | -0,1 |      |
| CERMAQ ASA                   | 0,1                | 0,2  | 0,1  | 0,0  | 0,1                       | 0,0  | 0,0  |
| SALMAR ASA                   | 0,2                | 0,1  | 0,2  | 0,2  | -0,1                      | -0,1 | 0,0  |
| SCANDISTANDARD AB            | 0,0                | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                       | 0,0  |      |
| NEAS ASA                     | 0,0                | -0,1 | 0,0  | 0,0  | -0,2                      | 0,0  | -0,1 |
| ISS A/S                      | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                       | 0,0  | 0,0  |
| HUMANA AB                    |                    |      |      |      |                           |      |      |
| ZALARIS ASA                  | 0,2                | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 0,0                       | 0,0  | -0,1 |
| COOR SERVICE MANAGEMENT      | 0,0                | 0,0  |      |      | 0,0                       |      |      |
| KOTIPIZZA GROUP OYJ          | 0,1                | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                       | 0,0  |      |
| SCANDIC HOTELS GROUP AB      | 0,0                | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                       | 0,0  |      |
| DUSTIN AB (PUBL)             | 0,1                | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                       | 0,0  |      |
| DUNI AB                      | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                       | 0,1  | 0,0  |
| NOBIA AB                     | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                       | 0,0  | 0,0  |
| BALLINGSLOEV INTERNATIONAL   | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                       | 0,0  | 0,0  |
| INWIDO AB                    | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                       | 0,0  | 0,0  |
| THULE GROUP AB               | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1                       | 0,1  | 0,1  |
| DOMETIC GROUP AB             | 0,1                | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                       | 0,0  |      |
| EUROPRIS ASA                 | 0,1                | 0,1  |      |      | 0,0                       |      |      |
| TOKMANNI                     | 0,1                | 0,1  | 0,1  |      | 0,1                       | 0,1  |      |
| MATAS AS                     | 0,1                | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                       | 0,0  | 0,0  |

| Peers                   |      |      |      |                         |      |      |  | Peers justeret          |     |     |  |
|-------------------------|------|------|------|-------------------------|------|------|--|-------------------------|-----|-----|--|
| ROA paarz               |      |      |      | ROA mading              |      |      |  | Adj delpart             |     |     |  |
| Endring, paarz jartarat |      |      |      | Endring, paarz jartarat |      |      |  | Endring, paarz jartarat |     |     |  |
| t-1                     | t+1  | t+2  | t+3  | t-1                     | t+2  | t+3  |  | t+1                     | t+2 | t+3 |  |
| -1,8                    | -1,5 | -1,5 | -1,5 | 0,3                     | 0,3  | 0,3  |  | -0,194                  |     |     |  |
| -0,4                    | -0,2 | -0,2 | -0,3 | 0,1                     | 0,2  | 0,1  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| -0,4                    | -0,3 | -0,3 | -0,3 | 0,2                     | 0,2  | 0,2  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| -0,2                    | -0,2 | -0,2 | -0,2 | 0,0                     | 0,0  | 0,1  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,3                     | 0,3  | 0,2  | 0,2  | -0,1                    | -0,1 | -0,1 |  | -1                      | -1  | 0   |  |
| 0,1                     | 0,3  | 0,2  | 0,2  | 0,2                     | 0,1  | 0,1  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                     | 0,0  |      |  | 0                       |     |     |  |
| -1,0                    | 0,0  | 0,0  |      | 1,0                     | 1,0  |      |  |                         |     |     |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                     | 0,0  |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                     | 0,0  |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                     | 0,0  |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,0                     | -0,1 | -0,1 |      | -0,1                    | -0,1 |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,0                     | -0,1 | -0,1 |      | -0,1                    | -0,1 |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,0                     | -0,1 | -0,1 |      | -0,1                    | -0,1 |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| -0,2                    | -0,3 | -0,2 | 0,3  | -0,1                    | 0,0  | 0,6  |  | 0                       | 1   | 0   |  |
| -0,5                    | -0,4 | -0,4 | -0,4 | 0,1                     | 0,1  | 0,1  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,0                     | 0,1  | 0,0  | 0,1  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,0                     | 0,1  | 0,0  |      | 0,0                     | 0,0  | 0,0  |  | 0                       | 0   |     |  |
| -0,1                    | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0,1                     | 0,2  | 0,1  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,1                     | 0,0  | 0,0  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,0  | 0,1  | 0,0  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                     | 0,0  | -0,1 |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,0  |      | 0,1                     | 0,0  |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0,0                     | 0,0  | -0,1 |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                     | 0,2  | 0,2  |      | 0,0                     | 0,0  |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                     | 0,0  |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,0                     | 0,0  | 0,0  |      | 0,0                     | 0,0  |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,0                     | 0,0  | -0,1 |      | -0,1                    | -0,1 |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,2                     | 0,1  | 0,1  | 0,0  | -0,1                    | -0,1 | -0,2 |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,0                     | 0,0  | 0,1  | 0,1  | 0,1                     | 0,2  | 0,2  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,0  | 0,0  | 0,0  | -0,1                    | -0,1 | -0,1 |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,0                     | 0,0  | -0,2 | 0,0  | 0,0                     | -0,2 | 0,0  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                     | 0,1  | 0,1  | 0,1  | -0,1                    | -0,2 | -0,1 |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,0                     | 0,1  | 0,0  | -0,1 | 0,1                     | 0,0  | -0,1 |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,0  | 0,0  |      | 0,0                     | 0,0  |      |  | 0                       |     |     |  |
| 0,1                     | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 0,0                     | -0,1 | -0,1 |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| -0,4                    | -0,4 | 0,2  | 0,4  | 0,0                     | 0,6  | 0,8  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,0                     | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,1                     | 0,2  | 0,2  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  |      | -0,1                    | 0,0  |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,0                     | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,0  | 0,1  | 0,2  | 0,0                     | 0,0  | 0,1  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                     | 0,1  | 0,3  |      | -0,1                    | 0,1  |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,2                     | -0,4 | 0,0  | -0,2 | -0,6                    | -0,2 | -0,4 |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,3                     | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,0                     | 0,0  | 0,0  |      | 0,0                     | 0,0  |      |  | 0                       |     |     |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                     | 0,0  |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,1                     | 0,2  | 0,2  |      | 0,1                     | 0,1  |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                     | 0,0  |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,3                     | 0,3  | 0,2  | 0,2  | 0,0                     | -0,1 | -0,1 |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                     | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                     | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 0,0                     | 0,0  | -0,1 |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                     | 0,0  | 0,0  |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                     | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                     | 0,0  |      |  | 0                       | 0   |     |  |
| 0,0                     | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                     | 0,0  |      |  | 0                       |     |     |  |
| -0,1                    | 0,0  | 0,1  |      | 0,1                     | 0,1  |      |  | 0                       | 0   | 0   |  |
| -0,1                    | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,1                     | 0,1  | 0,1  |  | 0                       | 0   | 0   |  |

| Test af ikke justeret tal |               |            |         |               |      |         |               |      |  |  |  |
|---------------------------|---------------|------------|---------|---------------|------|---------|---------------|------|--|--|--|
| t-1>t+1                   |               |            | t-1>t+2 |               |      | t-1>t+3 |               |      |  |  |  |
| Diff                      | Signalet diff | Rang       | Diff    | Signalet diff | Rang | Diff    | Signalet diff | Rang |  |  |  |
| 0,1211                    | +             | 0,12105038 | 51      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,053                    | -             | 0,05292251 | 42      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,2131                    | +             | 0,21309739 | 57      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0745                    | +             | 0,07451195 | 49      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,629                    | -             | 0,62858192 | 61      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,001                     | +             | 0,00095556 | 2       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0387                    | +             | 0,03866667 | 36      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,002                    | -             | 0,00181072 | 3       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,055                     | +             | 0,055      | 44      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0065                    | +             | 0,00648337 | 10      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0097                    | +             | 0,00970404 | 13      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0024                    | +             | 0,00235952 | 4       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0141                    | +             | 0,01407381 | 18      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,3292                    | +             | 0,32919938 | 58      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,3565                    | +             | 0,35647814 | 60      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,028                     | +             | 0,02795687 | 30      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,065                     | +             | 0,065      | 48      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0204                    | +             | 0,02036144 | 24      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0099                    | +             | 0,00985558 | 14      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0254                    | +             | 0,02541929 | 28      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0161                    | +             | 0,01612833 | 21      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,3339                    | +             | 0,33392814 | 59      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,003                    | -             | 0,00345553 | 6       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,055                    | -             | 0,05476821 | 43      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,004                    | -             | 0,00372737 | 7       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0152                    | +             | 0,01519644 | 20      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0304                    | +             | 0,03041648 | 32      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0419                    | +             | 0,04190361 | 39      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0963                    | +             | 0,09634531 | 50      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,022                    | -             | 0,0218304  | 25      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,011                    | -             | 0,01141084 | 15      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0615                    | +             | 0,06145296 | 47      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0261                    | +             | 0,02607505 | 29      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0076                    | +             | 0,00757832 | 11      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0261                    | +             | 0,0260741  | 35      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,1379                    | +             | 0,13788386 | 54      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0061                    | +             | 0,00613694 | 8       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0586                    | +             | 0,05855709 | 46      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,153                    | -             | 0,15320823 | 55      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,04                     | -             | 0,04013221 | 38      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0063                    | +             | 0,00632896 | 9       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,031                    | -             | 0,03130851 | 34      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,1263                    | +             | 0,12625331 | 53      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,126                    | -             | 0,12595393 | 52      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0481                    | +             | 0,04807309 | 40      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,173                    | -             | 0,17277033 | 56      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0121                    | +             | 0,01206571 | 16      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,04                     | -             | 0,0395263  | 37      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0025                    | +             | 0,0024619  | 5       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,015                    | -             | 0,01509183 | 19      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,031                     | +             | 0,03097665 | 33      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0007                    | +             | 0,00071522 | 1       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0284                    | +             | 0,02835697 | 31      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0126                    | +             | 0,01263619 | 17      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0087                    | +             | 0,00867919 | 12      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0236                    | +             | 0,02359716 | 27      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0512                    | +             | 0,05122054 | 41      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0193                    | +             | 0,01928201 | 22      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0231                    | +             | 0,02305528 | 26      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,055                     | +             | 0,055      | 45      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0194                    | +             | 0,01939976 | 23      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,175                    | -             | 0,1748     | 49      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,2131                    | +             | 0,2131     | 50      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,111                     | +             | 0,111      | 46      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,767                    | -             | 0,767      | 54      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0263                    | +             | 0,0263     | 27      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,007                    | -             | 0,0066     | 7       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0132                    | +             | 0,0132     | 13      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,007                    | -             | 0,0073     | 8       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,004                    | -             | 0,0037     | 5       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0136                    | +             | 0,0136     | 14      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,8128                    | +             | 0,8128     | 55      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,3565                    | +             | 0,3565     | 52      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,052                     | +             | 0,052      | 35      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,12                      | +             | 0,12       | 47      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0052                    | +             | 0,0052     | 6       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,07                     | -             | 0,0705     | 39      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0213                    | +             | 0,0213     | 25      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,027                    | -             | 0,0272     | 28      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,3321                    | +             | 0,3321     | 51      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0009                    | +             | 0,0009     | 1       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,144                    | -             | 0,1429     | 48      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,02                     | -             | 0,0198     | 24      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0166                    | +             | 0,0166     | 20      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,081                    | -             | 0,0812     | 42      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0711                    | +             | 0,0711     | 40      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0797                    | +             | 0,0797     | 41      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,003                    | -             | 0,0028     | 3       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,011                    | -             | 0,0114     | 10      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,046                    | -             | 0,0461     | 33      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,088                    | -             | 0,0882     | 43      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0175                    | +             | 0,0175     | 22      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0032                    | +             | 0,0032     | 4       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,109                    | -             | 0,1095     | 45      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,016                    | -             | 0,0157     | 18      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,4656                    | +             | 0,4656     | 53      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,019                    | -             | 0,0189     | 23      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,034                    | -             | 0,0341     | 30      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,067                    | -             | 0,0668     | 38      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0143                    | +             | 0,0143     | 17      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,059                    | -             | 0,0585     | 37      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0317                    | +             | 0,0317     | 29      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,013                    | -             | 0,0129     | 11      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0141                    | +             | 0,0141     | 16      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,016                    | -             | 0,0158     | 19      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,013                     | +             | 0,013      | 12      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0226                    | +             | 0,0226     | 26      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,002                     | +             | 0,002      | 2       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,056                     | +             | 0,056      | 36      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0418                    | +             | 0,0418     | 32      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0136                    | +             | 0,0136     | 15      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0382                    | +             | 0,0382     | 31      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0508                    | +             | 0,0508     | 34      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0075                    | +             | 0,0075     | 9       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,089                     | +             | 0,089      | 44      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0174                    | +             | 0,0174     | 21      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,116                    | -             | 0,1157     | 29      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,2131                    | +             | 0,2131     | 32      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0698                    | +             | 0,0698     | 26      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,364                    | -             | 0,3643     | 35      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0514                    | +             | 0,0514     | 23      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0456                    | +             | 0,0456     | 20      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,9491                    | +             | 0,9491     | 37      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,3565                    | +             | 0,3565     | 34      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0567                    | +             | 0,0567     | 25      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,024                    | -             | 0,0242     | 12      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0434                    | +             | 0,0434     | 18      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0038                    | +             | 0,0038     | 2       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,02                     | -             | 0,0201     | 11      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,005                     | +             | 0,005      | 3       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,18                     | -             | 0,1796     | 31      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,033                    | -             | 0,0332     | 15      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,006                    | -             | 0,0061     | 4       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,011                    | -             | 0,0114     | 7       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0509                    | +             | 0,0509     | 22      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,049                    | -             | 0,0489     | 21      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0148                    | +             | 0,0148     | 9       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,245                    | -             | 0,2447     | 33      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,02                     | -             | 0,0198     | 10      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,7024                    | +             | 0,7024     | 36      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,01                     | -             | 0,0098     | 5       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,102                    | -             | 0,1017     | 28      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,023                    | -             | 0,0235     | 16      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,027                    | -             | 0,0271     | 14      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,057                    | -             | 0,0566     | 24      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0007                    | +             | 0,0007     | 1       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,14                     | -             | 0,1397     | 30      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0443                    | +             | 0,0443     | 19      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0404                    | +             | 0,0404     | 17      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| -0,026                    | -             | 0,0263     | 13      |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0127                    | +             | 0,0127     | 8       |               |      |         |               |      |  |  |  |
| 0,0766                    | +             | 0,0766     | 27      |               |      |         |               |      |  |  |  |

| Test af peers justeret tal |              |            |            |              |      |            |              |      |  |  |  |
|----------------------------|--------------|------------|------------|--------------|------|------------|--------------|------|--|--|--|
| t-1 just+1                 |              |            | t-1 just+2 |              |      | t-1 just+3 |              |      |  |  |  |
| Diff                       | Sign at diff | Rank       | Diff       | Sign at diff | Rank | Diff       | Sign at diff | Rank |  |  |  |
| -0,194                     | -            | 0,19382036 | 54         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,201                     | -            | 0,20079962 | 56         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0307                     | +            | 0,03071751 | 20         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0314                     | +            | 0,03140107 | 21         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,566                     | -            | 0,56572848 | 61         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,201                     | -            | 0,20055947 | 55         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0224                     | +            | 0,02237707 | 13         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0042                     | +            | 0,00420631 | 3          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,065                      | +            | 0,065      | 36         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0125                     | +            | 0,0125004  | 7          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0917                     | +            | 0,09170519 | 42         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0844                     | +            | 0,08436068 | 39         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0961                     | +            | 0,09607496 | 43         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,4258                     | +            | 0,42577792 | 59         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,2281                     | +            | 0,22812856 | 57         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0129                     | +            | 0,01293434 | 8          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,055                      | +            | 0,055      | 32         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,128                     | -            | 0,12822528 | 48         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,081                     | -            | 0,08146772 | 38         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0323                     | +            | 0,03234469 | 23         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0144                     | +            | 0,01444106 | 10         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,2709                     | +            | 0,27091103 | 58         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0271                     | +            | 0,02713985 | 18         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,05                      | -            | 0,05017097 | 30         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,004                     | -            | 0,00353411 | 2          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0451                     | +            | 0,04512516 | 27         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0284                     | +            | 0,02837273 | 19         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,1149                     | +            | 0,11485296 | 47         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,164                      | +            | 0,16397057 | 50         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,112                     | -            | 0,11206104 | 46         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0399                     | +            | 0,0398932  | 25         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0633                     | +            | 0,06325045 | 35         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,1621                     | +            | 0,16212352 | 49         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0532                     | +            | 0,05322047 | 31         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,04                      | -            | 0,04017514 | 26         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,1692                     | +            | 0,1691611  | 52         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0456                     | +            | 0,0455617  | 29         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,107                      | +            | 0,10699504 | 45         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,19                      | -            | 0,18974061 | 53         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,168                     | -            | 0,16801894 | 51         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,007                     | -            | 0,007115   | 4          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0241                     | +            | 0,02410094 | 16         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0909                     | +            | 0,09091791 | 41         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,078                     | -            | 0,07811257 | 37         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0983                     | +            | 0,09831659 | 44         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,4682                     | +            | 0,46816448 | 60         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0006                     | +            | 0,00061874 | 1          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,023                     | -            | 0,02251897 | 14         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0241                     | +            | 0,02412602 | 17         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,032                     | -            | 0,0315217  | 22         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,088                     | -            | 0,08849714 | 40         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,035                     | -            | 0,03462423 | 24         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0616                     | +            | 0,06161568 | 33         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,015                     | -            | 0,0152651  | 12         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,01                      | -            | 0,00988048 | 5          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,023                     | -            | 0,02340956 | 15         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0621                     | +            | 0,0620525  | 34         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0123                     | +            | 0,01233778 | 6          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0132                     | +            | 0,01322021 | 9          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,015                     | -            | 0,015      | 11         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,045                     | -            | 0,04525258 | 28         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,338                     | -            | 0,3383     | 52         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0307                     | +            | 0,0307     | 15         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,1196                     | +            | 0,1196     | 41         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,623                     | -            | 0,6234     | 54         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,101                     | -            | 0,101      | 36         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,248                     | -            | 0,248      | 34         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0307                     | +            | 0,0307     | 8          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0165                     | +            | 0,0165     | 5          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,224                     | -            | 0,2236     | 32         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,09                      | -            | 0,0902     | 21         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,009                     | -            | 0,0092     | 4          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0106                     | +            | 0,0106     | 6          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0848                     | +            | 0,0848     | 30         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0884                     | +            | 0,0884     | 34         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,1057                     | +            | 0,1057     | 37         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,8496                     | +            | 0,8496     | 55         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,2281                     | +            | 0,2281     | 51         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0759                     | +            | 0,0759     | 28         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,15                       | +            | 0,15       | 44         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,155                     | -            | 0,1546     | 45         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,059                     | -            | 0,0594     | 25         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,014                     | -            | 0,014      | 8          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,035                     | -            | 0,035      | 17         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,3554                     | +            | 0,3554     | 53         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0332                     | +            | 0,0332     | 16         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,116                     | -            | 0,1164     | 40         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,016                     | -            | 0,016      | 9          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0448                     | +            | 0,0448     | 21         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,083                     | -            | 0,0834     | 29         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,2178                     | +            | 0,2178     | 49         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,1667                     | +            | 0,1667     | 47         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,164                     | -            | 0,1641     | 46         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0399                     | +            | 0,0399     | 20         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,107                      | +            | 0,107      | 38         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0656                     | +            | 0,0656     | 26         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0362                     | +            | 0,0362     | 18         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0373                     | +            | 0,0373     | 19         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,1568                     | +            | 0,1568     | 29         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,194                     | -            | 0,1935     | 30         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0399                     | +            | 0,0399     | 11         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0226                     | +            | 0,0226     | 6          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0703                     | +            | 0,0703     | 15         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0465                     | +            | 0,0465     | 12         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,132                     | -            | 0,1317     | 26         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,086                     | -            | 0,0864     | 32         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,1148                     | +            | 0,1148     | 39         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,134                     | -            | 0,1343     | 43         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,216                     | -            | 0,2156     | 48         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,054                     | -            | 0,0536     | 23         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,05                      | -            | 0,0497     | 22         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0136                     | +            | 0,0136     | 7          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,087                     | -            | 0,0866     | 33         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,071                     | -            | 0,0705     | 27         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,2192                     | +            | 0,2192     | 50         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0085                     | +            | 0,0085     | 3          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,019                     | -            | 0,019      | 10         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0081                     | +            | 0,0081     | 2          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,095                     | -            | 0,0952     | 35         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,024                     | -            | 0,0244     | 13         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,1244                     | +            | 0,1244     | 42         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0203                     | +            | 0,0203     | 11         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,028                     | -            | 0,0282     | 14         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,009                     | -            | 0,0092     | 5          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| 0,0587                     | +            | 0,0587     | 24         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,005                     | -            | 0,0049     | 1          |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,021                     | -            | 0,021      | 12         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,086                     | -            | 0,086      | 31         |              |      |            |              |      |  |  |  |
| -0,079                     | -            | 0,0794     | 18         |              |      |            |              |      |  |  |  |

Bilag 7: arbejdskapital/omsætning udregning:

| Targetselskaber              | Selskab                                       |      |      |      |                                               |      |      |     |
|------------------------------|-----------------------------------------------|------|------|------|-----------------------------------------------|------|------|-----|
|                              | MWC i % af omsætning, ikke justeret           |      |      |      | Delta Perf                                    |      |      |     |
|                              | MWC i % af omsætning, medregnet ikke justeret |      |      |      | MWC i % af omsætning, medregnet ikke justeret |      |      |     |
|                              | t-1                                           | t+1  | t+2  | t+3  | t+1                                           | t+2  | t+3  | t+3 |
| FIT BIOTECH OY               | 6,1                                           | -4,1 |      |      | -10,2                                         |      |      |     |
| ORENO AB                     | 0,8                                           | 2,4  | 3,0  | 0,6  | 1,6                                           | 2,2  | -0,2 |     |
| VELOXIS PHARMACEUTICALS AS   | 14,2                                          | 4,9  | 4,9  | 4,9  | -9,3                                          | -9,3 | -9,3 |     |
| PRONOVA BIOPHARMA ASA        | -2,0                                          | -0,2 | 0,0  | 0,2  | 1,8                                           | 2,0  | 2,2  |     |
| ELECTROMAGNETIC GEOSERV      | 0,1                                           | 0,3  | -0,2 | -0,3 | 0,1                                           | -0,4 | -0,4 |     |
| ADVANCED PROD & LOADING      | 0,2                                           | 0,4  | 0,2  | 0,1  | 0,2                                           | 0,0  | -0,1 |     |
| MINESTO AB                   | -0,8                                          | 1,6  |      |      | 2,4                                           |      |      |     |
| SAVO-SOLAR OYJ               |                                               |      |      |      |                                               |      |      |     |
| NORDAX GROUP AB              |                                               |      |      |      |                                               |      |      |     |
| RESURS HOLDING AB            |                                               |      |      |      |                                               |      |      |     |
| INTRUM JUSTITIA AB           | -0,2                                          | 0,0  | 0,1  | 0,0  | 0,1                                           | 0,2  | 0,2  |     |
| ATTENDO AB                   | 0,1                                           | 0,0  | 0,1  |      | 0,0                                           | 0,0  |      |     |
| CAPIO AB                     | 0,0                                           | 0,0  | -0,1 |      | 0,0                                           | 0,0  |      |     |
| PIHLAJALINNA PLC             | -0,1                                          | 0,0  | 0,0  |      | 0,1                                           | 0,1  |      |     |
| NEXSTIM PLC                  | 0,7                                           | 2,3  | 2,9  | 3,2  | 1,6                                           | 2,2  | 2,5  |     |
| SCIBASE HOLDING AB           | 14,7                                          | 12,9 | 12,9 | 12,9 | -1,8                                          | -1,8 | -1,8 |     |
| CHR.HANSEN HOLDINGS AS       | 0,1                                           | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,0                                           | -0,1 | 0,0  |     |
| NORDIC WATERPROOFING HOLDING | 0,1                                           | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                                           | 0,1  |      |     |
| MQ HOLDING AB                | 0,0                                           | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0                                           | 0,0  | 0,0  |     |
| PANDORA AS                   | 0,3                                           | 0,2  | 0,2  | 0,2  | -0,1                                          | -0,1 | -0,1 |     |
| XXL SPORT & WILLMARK AS      | 0,1                                           | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,0                                           | 0,0  | 0,0  |     |
| KAPPAHL                      | 0,0                                           | -0,1 | 0,0  | 0,0  | -0,1                                          | 0,0  | 0,1  |     |
| FOOTWAY GROUP AB             | 0,1                                           | 0,4  | 0,3  |      | 0,3                                           | 0,2  |      |     |
| COMHEM HOLDING AB            | -0,1                                          | -0,2 | -0,3 | -0,3 | -0,1                                          | -0,1 | -0,1 |     |
| KONGSBERG AUTOMOTIVE ASA     | 0,1                                           | 0,1  | 0,2  | 0,1  | 0,1                                           | 0,1  | 0,0  |     |
| ALIMAK GROUP AB              | 0,3                                           | 0,3  | 0,3  |      | 0,0                                           | 0,0  |      |     |
| BRAVIDA HOLDING AB           | 0,0                                           | 0,0  | -0,1 |      | 0,0                                           | -0,1 |      |     |
| CONSTI GROUP PLC             | 0,0                                           | 0,0  | 0,0  |      | 0,0                                           | 0,0  |      |     |
| TROAR GROUP AB               | 0,2                                           | 0,2  | 0,2  |      | 0,0                                           | 0,0  |      |     |
| LINDAB INTL AB               | 0,1                                           | 0,1  | 0,1  | 0,2  | 0,0                                           | 0,0  | 0,1  |     |
| BUFAB HOLDING AB             | 0,3                                           | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,1                                           | 0,1  | 0,1  |     |
| BULTEN AB                    | 0,2                                           | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,0                                           | 0,0  | 0,0  |     |
| HMS NETWORKS AB              | 0,0                                           | 0,2  | 0,1  | 0,2  | 0,2                                           | 0,1  | 0,1  |     |
| NEDERMAN HOLDING AB          | 0,2                                           | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,0                                           | 0,0  | 0,0  |     |
| ALFA LAVAL AB                | 0,2                                           | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,0                                           | 0,0  | -0,1 |     |
| BE GROUP AB                  | 0,1                                           | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                                           | 0,0  | 0,0  |     |
| TEAM TANKERS INTL LTD        | 0,3                                           | 0,3  |      |      | 0,1                                           |      |      |     |
| RENONORDEN ASA               | -0,8                                          | 0,1  | 0,0  |      | 0,8                                           | 0,8  |      |     |
| SALCOMP PLC                  | -0,3                                          | 0,1  | 0,0  | 0,1  | 0,4                                           | 0,4  | 0,4  |     |
| ASETEK AS                    | -1,9                                          | 0,2  | 0,4  | 0,4  | 2,1                                           | 2,3  | 2,3  |     |
| AFFECTO OYJ                  | 0,1                                           | 0,1  | 0,1  | 0,1  | -0,1                                          | -0,1 | 0,0  |     |
| TRANSMODE AB                 | 0,4                                           | 0,5  | 0,5  | 0,4  | 0,1                                           | 0,1  | 0,0  |     |
| ELTEL AB                     | -0,2                                          | -0,1 | 0,0  |      | 0,1                                           | 0,3  |      |     |
| CERMAQ ASA                   | 0,2                                           | 0,3  | 0,2  | 0,3  | 0,1                                           | 0,1  | 0,1  |     |
| SALMAR ASA                   | 0,4                                           | 0,5  | 0,4  | 0,5  | 0,1                                           | 0,0  | 0,1  |     |
| SCANDI STANDARD AB           | 0,1                                           | 0,1  | 0,0  |      | 0,0                                           | -0,1 |      |     |
| NEAS ASA                     | -0,1                                          | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,1                                           | 0,1  | 0,1  |     |
| ISS A/S                      | 0,0                                           | 0,0  | 0,0  | 0,1  | 0,1                                           | 0,1  | 0,1  |     |
| HUMANA AB                    | 0,1                                           | 0,1  | 0,2  |      | 0,1                                           | 0,2  |      |     |
| ZALARIS ASA                  | 0,1                                           | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,1                                           | 0,1  | 0,0  |     |
| COOR SERVICE MANAGEMENT      | 0,0                                           | 0,0  |      |      | 0,0                                           |      |      |     |
| KOTIPIZZA GROUP OYJ          | 0,1                                           | 0,2  | 0,1  |      | 0,0                                           | 0,0  |      |     |
| SCANDIC HOTELS GROUP AB      | 0,0                                           | 0,0  | -0,1 |      | 0,0                                           | -0,1 |      |     |
| DUSTIN AB (PUBL)             | 0,0                                           | 0,0  | 0,0  |      | 0,0                                           | 0,0  |      |     |
| DUNIA AB                     | 0,0                                           | 0,2  | 0,1  | 0,2  | 0,2                                           | 0,1  | 0,1  |     |
| NOBIA AB                     | 0,1                                           | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                                           | 0,0  | 0,0  |     |
| BALLINGSLOEV INTERNATIONAL   | 0,1                                           | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,1                                           | 0,0  | 0,1  |     |
| INWIDO AB                    | 0,0                                           | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,1                                           | 0,1  | 0,1  |     |
| THULE GROUP AB               | 0,2                                           | 0,1  | 0,2  | 0,2  | 0,0                                           | 0,1  | 0,0  |     |
| DOMETIC GROUP AB             | 0,2                                           | 0,2  | 0,2  |      | 0,0                                           | 0,0  |      |     |
| EUROPRIS ASA                 | 0,1                                           | 0,2  |      |      | 0,1                                           |      |      |     |
| TOKMANNI                     | 0,1                                           | 0,2  |      |      | 0,1                                           |      |      |     |
| MATAS AS                     | 0,1                                           | 0,0  | 0,0  | 0,0  | -0,1                                          | -0,1 | -0,1 |     |



| Peers                        |      |      |      |       |       |      | Peers justeret          |     |     |  |
|------------------------------|------|------|------|-------|-------|------|-------------------------|-----|-----|--|
| HWC i % of unratning peers   |      |      |      |       |       |      | Adj delta perf          |     |     |  |
| HWC i % of unratning nadring |      |      |      |       |       |      | Endring, peers justeret |     |     |  |
| t-1                          | t+1  | t+2  | t+3  | t-1   | t+2   | t+3  | t-1                     | t+2 | t+3 |  |
| 1,5                          | 0,5  | 5,7  | 2,0  | -1,0  | 4,2   | 0,5  | 3                       | -2  | -1  |  |
| 11,4                         | 5,1  | 5,1  | 5,1  | -6,3  | -6,3  | -6,3 | -3                      | -3  | -3  |  |
| 6,6                          | 1,7  | 1,8  | 1,1  | -4,9  | -4,9  | -5,5 | 7                       | 7   | 8   |  |
| 0,8                          | 0,5  | 0,8  | 0,7  | -0,3  | 0,0   | -0,1 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,6                          | 0,4  | 0,2  | 0,4  | -0,2  | -0,4  | -0,2 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,7                          | 0,4  | 0,6  |      | -0,3  | -0,2  |      | 3                       |     |     |  |
| 30,7                         | 0,2  | 0,1  |      | -30,6 | -30,6 |      |                         |     |     |  |
|                              |      |      |      |       |       |      |                         |     |     |  |
| 0,1                          | 0,1  | 0,1  |      | 0,0   | 0,0   |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,1                          | 0,1  | 0,1  |      | 0,0   | 0,0   |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,1                          | 0,1  | 0,1  |      | 0,0   | 0,0   |      | 0                       | 0   |     |  |
| 5,3                          | 1,3  | 1,1  | 1,1  | -4,1  | -4,3  | -4,2 | 6                       | 7   | 7   |  |
| 3,6                          | 5,9  | 5,9  | 5,9  | 2,3   | 2,3   | 2,3  | -4                      | -4  | -4  |  |
| -0,1                         | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,1   | 0,1   | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| -0,1                         | 0,0  | 0,0  |      | 0,1   | 0,1   |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,1                          | -0,1 | 0,0  | 0,0  | -0,1  | -0,1  | -0,1 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,0                          | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1   | 0,1   | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,0                          | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                          | 0,1  | 0,0  | 0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,4                          | 0,2  | 0,2  |      | -0,2  | -0,1  |      | 0                       | 0   |     |  |
| -0,1                         | -0,2 | -0,1 | -0,3 | -0,1  | 0,0   | -0,2 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                          | 0,1  | 0,2  | 0,1  | 0,0   | 0,0   | -0,1 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,0                          | 0,1  | 0,1  |      | 0,1   | 0,1   |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,0                          | 0,0  | 0,0  |      | 0,0   | 0,0   |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,2                          | 0,2  | 0,1  |      | 0,0   | -0,1  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,0                          | 0,0  | 0,1  |      | 0,0   | 0,0   |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,2                          | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,0   | -0,1  | -0,1 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,0                          | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,0                          | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,0                          | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                          | 0,1  | 0,2  | 0,2  | -0,1  | 0,0   | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                          | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                          | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,0   | -0,1  | -0,1 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                          | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,1   | 0,0   | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,9                          | 0,8  | 0,5  |      | -0,1  | -0,4  |      | 0                       |     |     |  |
| 0,0                          | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,1  | 1                       | 1   |     |  |
| 0,2                          | -0,5 | 0,5  | 0,0  | -0,7  | 0,3   | -0,2 | 1                       | 0   | 1   |  |
| 3,8                          | 1,6  | 0,8  | 0,9  | -2,2  | -3,0  | -3,0 | 4                       | 5   | 5   |  |
| 0,2                          | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 0,0   | 0,0   | -0,1 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                          | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                          | 0,5  | 0,1  |      | 0,3   | -0,1  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,2                          | 0,8  | 0,4  | 0,3  | 0,6   | 0,1   | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,8                          | 0,3  | 0,3  | 0,5  | -0,6  | -0,5  | -0,4 | 1                       | 1   | 0   |  |
| 0,4                          | 0,4  | 0,5  |      | 0,0   | 0,0   |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,7                          | 0,7  | 0,0  | -0,1 | 0,0   | -0,7  | -0,8 | 0                       | 1   | 1   |  |
| 0,1                          | 0,1  | 0,0  | 0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                          | 0,1  | 0,0  |      | 0,0   | 0,0   |      | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,4                          | 0,1  | 0,1  | 0,3  | -0,3  | -0,3  | -0,1 | 0                       | 0   | 0   |  |
| -0,1                         | 0,1  | 0,1  |      | 0,1   | 0,1   |      | 0                       |     |     |  |
| -0,1                         | -0,1 | -0,1 |      | 0,0   | 0,0   |      | 0                       | 0   |     |  |
| -0,5                         | -0,3 | -0,5 |      | 0,3   | 0,0   |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,0                          | 0,1  | 0,1  |      | 0,1   | 0,0   |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,2                          | 0,0  | 0,3  | 0,3  | -0,1  | 0,1   | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                          | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,0   | -0,1  | -0,1 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                          | 0,0  | 0,1  | 0,2  | -0,1  | 0,0   | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,4                          | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                          | 0,4  | 0,5  | 0,4  | 0,3   | 0,3   | 0,3  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,6                          | 0,5  | 0,4  |      | -0,2  | -0,2  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,1                          | 0,1  | 0,0  |      | 0,0   | 0,0   |      | 0                       |     |     |  |
| 0,0                          | 0,1  | 0,1  |      | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,0                          | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |

| Test af ikke justeret tal |      |             |           |         |      |           |      |         |      |         |      |
|---------------------------|------|-------------|-----------|---------|------|-----------|------|---------|------|---------|------|
| t-1 > t+1                 |      |             | t-1 > t+2 |         |      | t-1 > t+3 |      |         |      |         |      |
| Diff                      | Sign | et diff     | Rank      | Diff    | Sign | et diff   | Rank | Diff    | Sign | et diff | Rank |
| -10,23333333              | -    | 10,23333333 | 60        |         |      |           |      |         |      |         |      |
| 1,55588357                | +    | 1,55588357  | 53        | 2,1962  | +    | 2,1962    | 51   | -0,2188 | -    | 0,2188  | 30   |
| -9,32606965               | -    | 9,32606965  | 59        | -9,3261 | -    | 9,3261    | 54   | -9,3261 | -    | 9,3261  | 37   |
| 1,81226686                | +    | 1,81226686  | 56        | 2,0392  | +    | 2,0392    | 50   | 2,1772  | +    | 2,1772  | 34   |
| 0,1399706                 | +    | 0,1399706   | 45        | -0,3596 | -    | 0,3596    | 47   | -0,3872 | -    | 0,3872  | 31   |
| 0,23742419                | +    | 0,23742419  | 49        | 0,037   | +    | 0,037     | 16   | -0,0882 | -    | 0,0882  | 20   |
| 2,368005318               | +    | 2,36800532  | 58        |         |      |           |      |         |      |         |      |
|                           |      |             |           |         |      |           |      |         |      |         |      |
| 0,146677817               | +    | 0,14667782  | 46        | 0,2239  | +    | 0,2239    | 43   | 0,1547  | +    | 0,1547  | 29   |
| -0,044020887              | -    | 0,04402089  | 19        | -0,0009 | -    | 0,0009    | 2    |         |      |         |      |
| 0,013415843               | +    | 0,01341584  | 6         | -0,0291 | -    | 0,0291    | 9    |         |      |         |      |
| 0,093421927               | +    | 0,09342193  | 37        | 0,0811  | +    | 0,0811    | 32   |         |      |         |      |
| 1,566947541               | +    | 1,56694754  | 54        | 2,2427  | +    | 2,2427    | 52   | 2,4875  | +    | 2,4875  | 36   |
| -1,76619018               | -    | 1,76619018  | 55        | -1,7662 | -    | 1,7662    | 49   | -1,7662 | -    | 1,7662  | 33   |
| 0,046856398               | +    | 0,0468564   | 23        | -0,0607 | -    | 0,0607    | 25   | 0,0048  | +    | 0,0048  | 1    |
| 0,04                      | +    | 0,04        | 16        | 0,06    | +    | 0,06      | 24   |         |      |         |      |
| 0,043995399               | +    | 0,0439954   | 18        | 0,0397  | +    | 0,0397    | 17   | 0,0075  | +    | 0,0075  | 3    |
| -0,122621007              | -    | 0,12262101  | 44        | -0,0745 | -    | 0,0745    | 30   | -0,1411 | -    | 0,1411  | 28   |
| 0,017837537               | +    | 0,01783754  | 7         | -0,0055 | -    | 0,0055    | 3    | 0,0057  | +    | 0,0057  | 2    |
| -0,114736751              | -    | 0,11473675  | 42        | 0,0337  | +    | 0,0337    | 15   | 0,0585  | +    | 0,0585  | 14   |
| 0,287345208               | +    | 0,28734521  | 50        | 0,2239  | +    | 0,2239    | 44   |         |      |         |      |
| -0,057570552              | -    | 0,05757055  | 25        | -0,1435 | -    | 0,1435    | 40   | -0,1264 | -    | 0,1264  | 26   |
| 0,065405086               | +    | 0,06540509  | 28        | 0,0895  | +    | 0,0895    | 35   | 0,0122  | +    | 0,0122  | 6    |
| 0,022214364               | +    | 0,02221436  | 8         | 0,0211  | +    | 0,0211    | 7    |         |      |         |      |
| -0,035440689              | -    | 0,03544069  | 14        | -0,0609 | -    | 0,0609    | 26   |         |      |         |      |
| -0,000540168              | -    | 0,00054017  | 2         | -0,0326 | -    | 0,0326    | 12   |         |      |         |      |
| 0,007187934               | +    | 0,00718793  | 3         | -0,0261 | -    | 0,0261    | 8    |         |      |         |      |
| 0,045553283               | +    | 0,04555328  | 21        | 0,0467  | +    | 0,0467    | 20   | 0,0772  | +    | 0,0772  | 17   |
| 0,096233763               | +    | 0,09623376  | 38        | 0,0732  | +    | 0,0732    | 28   | 0,0981  | +    | 0,0981  | 21   |
| 0,01109307                | +    | 0,01109307  | 5         | 0,0111  | +    | 0,0111    | 5    | 0,0111  | +    | 0,0111  | 5    |
| 0,167930023               | +    | 0,16793002  | 48        | 0,0899  | +    | 0,0899    | 36   | 0,1388  | +    | 0,1388  | 27   |
| 0,046125334               | +    | 0,04612533  | 22        | 0,0397  | +    | 0,0397    | 18   | 0,0293  | +    | 0,0293  | 10   |
| -6,50787E-05              | -    | 6,50787E-05 | 1         | -0,0332 | -    | 0,0332    | 13   | -0,0763 | -    | 0,0763  | 16   |
| 0,023364931               | +    | 0,02336493  | 10        | 0,0325  | +    | 0,0325    | 11   | 0,026   | +    | 0,026   | 9    |
| 0,078797112               | +    | 0,07879711  | 32        |         |      |           |      |         |      |         |      |
| 0,813935128               | +    | 0,81393513  | 52        | 0,7642  | +    | 0,7642    | 48   |         |      |         |      |
| 0,385928818               | +    | 0,38592882  | 51        | 0,3516  | +    | 0,3516    | 46   | 0,4021  | +    | 0,4021  | 32   |
| 2,087652598               | +    | 2,0876526   | 57        | 2,3049  | +    | 2,3049    | 53   | 2,2604  | +    | 2,2604  | 35   |
| -0,05726364               | -    | 0,05726364  | 24        | -0,0735 | -    | 0,0735    | 29   | -0,0086 | -    | 0,0086  | 4    |
| 0,107938509               | +    | 0,10793851  | 40        | 0,1446  | +    | 0,1446    | 41   | 0,0383  | +    | 0,0383  | 11   |
| 0,097609399               | +    | 0,0976094   | 39        | 0,2547  | +    | 0,2547    | 45   |         |      |         |      |
| 0,117798773               | +    | 0,11779877  | 43        | 0,0652  | +    | 0,0652    | 27   | 0,106   | +    | 0,106   | 23   |
| 0,08512705                | +    | 0,08512705  | 34        | 0,0408  | +    | 0,0408    | 19   | 0,0837  | +    | 0,0837  | 19   |
| -0,033359333              | -    | 0,03335933  | 13        | -0,0542 | -    | 0,0542    | 23   |         |      |         |      |
| 0,088287796               | +    | 0,0882878   | 35        | 0,088   | +    | 0,088     | 34   | 0,082   | +    | 0,082   | 18   |
| 0,077131335               | +    | 0,07713134  | 30        | 0,0832  | +    | 0,0832    | 33   | 0,1012  | +    | 0,1012  | 22   |
| 0,093                     | +    | 0,093       | 36        | 0,185   | +    | 0,185     | 42   |         |      |         |      |
| 0,112468138               | +    | 0,11246814  | 41        | 0,0924  | +    | 0,0924    | 38   | 0,0216  | +    | 0,0216  | 8    |
| 0,031021965               | +    | 0,03102197  | 11        |         |      |           |      |         |      |         |      |
| 0,031433908               | +    | 0,03143391  | 12        | 0,0098  | +    | 0,0098    | 4    |         |      |         |      |
| 0,035829642               | +    | 0,03582964  | 15        | -0,0511 | -    | 0,0511    | 21   |         |      |         |      |
| 0,041104059               | +    | 0,04110406  | 17        | 0,0295  | +    | 0,0295    | 10   |         |      |         |      |
| 0,158223207               | +    | 0,15822321  | 47        | 0,1042  | +    | 0,1042    | 39   | 0,113   | +    | 0,113   | 25   |
| -0,007250197              | -    | 0,0072502   | 4         | 0,0119  | +    | 0,0119    | 6    | -0,0479 | -    | 0,0479  | 12   |
| 0,060782871               | +    | 0,06078287  | 27        | 0,0333  | +    | 0,0333    | 14   | 0,0691  | +    | 0,0691  | 15   |
| 0,057948012               | +    | 0,05794801  | 26        | 0,0917  | +    | 0,0917    | 37   | 0,0505  | +    | 0,0505  | 13   |
| -0,023245643              | -    | 0,02324564  | 9         | 0,0528  | +    | 0,0528    | 22   | -0,0135 | -    | 0,0135  | 7    |
| 0,045407826               | +    | 0,04540783  | 20        | 0,0003  | +    | 0,0003    | 1    |         |      |         |      |
| 0,084103504               | +    | 0,0841035   | 33        |         |      |           |      |         |      |         |      |
| 0,071                     | +    | 0,071       | 29        |         |      |           |      |         |      |         |      |
| -0,07878541               | -    | 0,07878541  | 31        | -0,0798 | -    | 0,0798    | 31   | -0,1075 | -    | 0,1075  | 24   |

| Test af peers justeret tal |      |      |          |      |      |          |      |      |      |      |      |
|----------------------------|------|------|----------|------|------|----------|------|------|------|------|------|
| t-1>=t+1                   |      |      | t-1>=t+2 |      |      | t-1>=t+3 |      |      |      |      |      |
| Diff                       | Sign | Rank | Diff     | Sign | Rank | Diff     | Sign | Rank | Diff | Sign | Rank |
| 2,5309                     | +    | 52   | -2,0123  | -    | 48   | -0,7122  | -    | 30   |      |      |      |
| -3,0158                    | -    | 54   | -3,0158  | -    | 49   | -3,0158  | -    | 32   |      |      |      |
| 6,6988                     | +    | 58   | 6,9079   | +    | 53   | 7,7251   | +    | 36   |      |      |      |
| 0,4623                     | +    | 46   | -0,3709  | -    | 41   | -0,3005  | -    | 26   |      |      |      |
| 0,4394                     | +    | 44   | 0,434    | +    | 44   | 0,1365   | +    | 22   |      |      |      |
| 2,6822                     | +    | 53   |          |      |      |          |      |      |      |      |      |
|                            |      |      |          |      |      |          |      |      |      |      |      |
| -0,0511                    | -    | 18   | -0,032   | -    | 10   |          |      |      |      |      |      |
| 0,0063                     | +    | 4    | -0,0603  | -    | 17   |          |      |      |      |      |      |
| 0,0863                     | +    | 27   | 0,05     | +    | 14   |          |      |      |      |      |      |
| 5,6405                     | +    | 57   | 6,5087   | +    | 52   | 6,7007   | +    | 35   |      |      |      |
| -4,1071                    | -    | 55   | -4,1071  | -    | 50   | -4,1071  | -    | 33   |      |      |      |
| -0,0456                    | -    | 14   | -0,1556  | -    | 34   | -0,0963  | -    | 17   |      |      |      |
| -0,06                      | -    | 20   | -0,04    | -    | 12   |          |      |      |      |      |      |
| 0,1539                     | +    | 35   | 0,132    | +    | 33   | 0,1029   | +    | 19   |      |      |      |
| -0,1981                    | -    | 39   | -0,1873  | -    | 37   | -0,273   | -    | 25   |      |      |      |
| 0,0465                     | +    | 16   | 0,032    | +    | 9    | -0,0074  | -    | 4    |      |      |      |
| -0,0985                    | -    | 30   | 0,0798   | +    | 22   | 0,0571   | +    | 12   |      |      |      |
| 0,4861                     | +    | 48   | 0,3678   | +    | 40   |          |      |      |      |      |      |
| 0,0115                     | +    | 7    | -0,0984  | -    | 29   | 0,048    | +    | 11   |      |      |      |
| 0,0838                     | +    | 26   | 0,0973   | +    | 28   | 0,0661   | +    | 15   |      |      |      |
| -0,0456                    | -    | 15   | -0,0622  | -    | 19   |          |      |      |      |      |      |
| -0,0122                    | -    | 8    | -0,0605  | -    | 18   |          |      |      |      |      |      |
| 0,0485                     | +    | 17   | 0,0273   | +    | 6    |          |      |      |      |      |      |
| 0,0379                     | +    | 13   | -0,0487  | -    | 13   |          |      |      |      |      |      |
| 0,0898                     | +    | 29   | 0,1316   | +    | 32   | 0,1337   | +    | 21   |      |      |      |
| 0,0634                     | +    | 21   | 0,0289   | +    | 7    | 0,0383   | +    | 8    |      |      |      |
| 0,0046                     | +    | 2    | 0,0046   | +    | 2    | 0,0046   | +    | 2    |      |      |      |
| 0,2686                     | +    | 41   | 0,0718   | +    | 21   | 0,1524   | +    | 24   |      |      |      |
| 0,0027                     | +    | 1    | 0,0317   | +    | 8    | 0,0467   | +    | 10   |      |      |      |
| 0,0333                     | +    | 12   | 0,1002   | +    | 30   | 0,0039   | +    | 1    |      |      |      |
| -0,0288                    | -    | 10   | -0,0146  | -    | 4    | 0,0124   | +    | 5    |      |      |      |
| 0,1897                     | +    | 37   |          |      |      |          |      |      |      |      |      |
| 0,7813                     | +    | 50   | 0,7243   | +    | 46   |          |      |      |      |      |      |
| 1,0915                     | +    | 51   | 0,0388   | +    | 11   | 0,593    | +    | 29   |      |      |      |
| 4,3231                     | +    | 56   | 5,3353   | +    | 51   | 5,2149   | +    | 34   |      |      |      |
| -0,0663                    | -    | 22   | -0,0544  | -    | 15   | 0,0438   | +    | 9    |      |      |      |
| 0,1404                     | +    | 33   | 0,165    | +    | 35   | 0,0639   | +    | 14   |      |      |      |
| -0,1528                    | -    | 34   | 0,385    | +    | 42   |          |      |      |      |      |      |
| -0,4788                    | -    | 47   | -0,0587  | -    | 16   | 0,0628   | +    | 13   |      |      |      |
| 0,6384                     | +    | 49   | 0,5223   | +    | 45   | 0,4438   | +    | 28   |      |      |      |
| -0,0094                    | -    | 6    | -0,0894  | -    | 25   |          |      |      |      |      |      |
| 0,0537                     | +    | 19   | 0,8378   | +    | 47   | 0,8939   | +    | 31   |      |      |      |
| 0,07                       | +    | 23   | 0,0971   | +    | 27   | 0,0991   | +    | 18   |      |      |      |
| 0,083                      | +    | 25   | 0,195    | +    | 38   |          |      |      |      |      |      |
| 0,4499                     | +    | 45   | 0,3983   | +    | 43   | 0,118    | +    | 20   |      |      |      |
| -0,1087                    | -    | 31   |          |      |      |          |      |      |      |      |      |
| 0,0078                     | +    | 5    | 0,0029   | +    | 1    |          |      |      |      |      |      |
| -0,2255                    | -    | 40   | -0,0838  | -    | 24   |          |      |      |      |      |      |
| -0,0265                    | -    | 9    | -0,0203  | -    | 5    |          |      |      |      |      |      |
| 0,293                      | +    | 42   | 0,0079   | +    | 3    | -0,0199  | -    | 6    |      |      |      |
| 0,0051                     | +    | 3    | 0,0806   | +    | 23   | 0,034    | +    | 7    |      |      |      |
| 0,1545                     | +    | 36   | 0,0635   | +    | 20   | 0,0068   | +    | 3    |      |      |      |
| 0,0722                     | +    | 24   | 0,0908   | +    | 26   | 0,0773   | +    | 16   |      |      |      |
| -0,338                     | -    | 43   | -0,2865  | -    | 39   | -0,3325  | -    | 27   |      |      |      |
| 0,1955                     | +    | 38   | 0,1707   | +    | 36   |          |      |      |      |      |      |
| 0,089                      | +    | 28   |          |      |      |          |      |      |      |      |      |
| 0,031                      | +    | 11   |          |      |      |          |      |      |      |      |      |
| -0,1116                    | -    | 32   | -0,12    | -    | 21   | -0,1458  | -    | 23   |      |      |      |

# Bilag 7: AOH udregning:

| Targetselskaber              | Selskab |     |     |     |            |      |      |
|------------------------------|---------|-----|-----|-----|------------|------|------|
|                              | Selskab |     |     |     | Delta Perf |      |      |
|                              | Selskab |     |     |     | Selskab    |      |      |
|                              | Selskab |     |     |     | Selskab    |      |      |
|                              | t-1     | t+1 | t+2 | t+3 | t+1        | t+2  | t+3  |
| FIT BIOTECH OY               | 0,0     | 0,0 |     |     | 0,0        |      |      |
| OREXO AB                     | 0,8     | 0,3 | 0,1 | 0,3 | -0,5       | -0,7 | -0,5 |
| VELOXIS PHARMACEUTICALS AS   | 0,0     | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,1        | 0,1  | 0,1  |
| PRONOVA BIOPHARMA ASA        | 0,2     | 0,3 | 0,4 | 0,4 | 0,1        | 0,2  | 0,2  |
| ELECTROMAGNETIC GEOSERV      | 1,4     | 0,9 | 0,6 | 0,6 | -0,4       | -0,8 | -0,7 |
| ADVANCED PROD & LOADING      | 1,0     | 0,8 | 1,0 | 1,2 | -0,2       | 0,0  | 0,2  |
| MINESTO AB                   | 0,1     | 0,1 |     |     | 0,0        |      |      |
| SAVO-SOLAR OYJ               | 0,4     | 0,8 | 0,1 |     | 0,4        | -0,3 |      |
| NORDAL GROUP AB              | 0,1     | 0,1 | 0,1 |     | 0,0        | 0,0  |      |
| RESURS HOLDING AB            | 0,1     | 0,2 | 0,2 |     | 0,1        | 0,1  |      |
| INTRUM JUSTITIA AB           | 0,7     | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,1        | 0,1  | 0,0  |
| ATTENDO AB                   | 0,9     | 1,0 | 0,9 |     | 0,1        | -0,1 |      |
| CAPIO AB                     | 1,1     | 1,1 | 1,1 |     | 0,1        | 0,0  |      |
| PIHLAJALINNA PLC             | 1,1     | 1,8 | 1,7 |     | 0,7        | 0,5  |      |
| NERSTIM PLC                  | 0,6     | 0,3 | 0,2 | 0,2 | -0,3       | -0,4 | -0,4 |
| SCIBASE HOLDING AB           | 0,0     | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0        | 0,0  | 0,0  |
| CHR. HANSEN HOLDINGS AS      | 0,4     | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,1        | 0,1  | 0,1  |
| NORDIC WATERPROOFING HOLDING | 0,3     | 0,5 | 0,6 |     | 0,2        | 0,3  |      |
| MQ HOLDING AB                | 0,8     | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,1        | 0,1  | 0,0  |
| PANDORA AS                   | 0,6     | 0,8 | 0,8 | 1,0 | 0,2        | 0,2  | 0,4  |
| XXL SPORT & WILLMARK AS      | 0,8     | 1,1 | 1,2 | 1,1 | 0,3        | 0,3  | 0,3  |
| KAPPAHL                      | 1,5     | 1,4 | 1,5 | 1,5 | 0,0        | 0,0  | 0,1  |
| FOOTWAY GROUP AB             | 1,1     | 1,2 | 1,4 |     | 0,1        | 0,2  |      |
| COMHEM HOLDING AB            | 0,2     | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,0        | 0,1  | 0,1  |
| KONGSBERG AUTOMOTIVE ASA     | 1,5     | 1,4 | 0,5 | 1,2 | -0,1       | -1,0 | -0,3 |
| ALIMAK GROUP AB              | 0,5     | 0,6 | 0,7 |     | 0,1        | 0,2  |      |
| BRAVIDA HOLDING AB           | 1,1     | 1,2 | 1,3 |     | 0,2        | 0,2  |      |
| CONSTIGROUP PLC              | 2,3     | 2,7 | 3,0 |     | 0,4        | 0,7  |      |
| TROAX GROUP AB               | 0,6     | 0,7 | 0,9 |     | 0,1        | 0,3  |      |
| LINDAB INTL AB               | 0,9     | 1,2 | 1,1 | 0,9 | 0,3        | 0,2  | 0,0  |
| BUFAB HOLDING AB             | 1,0     | 0,9 | 1,0 | 1,0 | -0,1       | 0,0  | 0,0  |
| BULTEN AB                    | 1,4     | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 0,2        | 0,2  | 0,2  |
| HMS NETWORKS AB              | 0,7     | 0,8 | 0,7 | 0,9 | 0,1        | 0,0  | 0,2  |
| NEDERMAN HOLDING AB          | 1,1     | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 0,1        | 0,0  | -0,1 |
| ALFA LAVAL AB                | 0,9     | 0,9 | 1,1 | 1,0 | 0,0        | 0,2  | 0,1  |
| BE GROUP AB                  | 2,6     | 2,7 | 2,3 | 1,7 | 0,1        | -0,3 | -0,9 |
| TEAM TANKERS INTL LTD        | 0,5     | 0,4 |     |     | 0,0        |      |      |
| RENONORDEN ASA               | 0,6     | 0,8 | 0,9 |     | 0,2        | 0,3  |      |
| SALCOMP PLC                  | 1,1     | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 0,5        | 0,5  | 0,4  |
| ASETEK AS                    | 2,3     | 1,6 | 1,3 | 1,2 | -0,7       | -1,0 | -1,1 |
| AFFECTO OYJ                  | 0,5     | 0,6 | 0,6 | 0,9 | 0,2        | 0,1  | 0,4  |
| TRANSMODE AB                 | 1,2     | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 0,0        | -0,1 | -0,1 |
| ELTEL AB                     | 1,3     | 1,3 | 1,6 |     | 0,0        | 0,3  |      |
| CERMAQ ASA                   | 1,0     | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,1        | 0,0  | -0,1 |
| SALMAR ASA                   | 0,5     | 0,6 | 0,7 | 0,6 | 0,0        | 0,1  | 0,0  |
| SCANDI STANDARD AB           | 1,0     | 1,7 | 1,7 |     | 0,8        | 0,7  |      |
| NEAS ASA                     | 1,4     | 1,4 | 1,7 | 1,8 | 0,0        | 0,3  | 0,4  |
| ISSA/S                       | 1,6     | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 0,0        | 0,0  | 0,0  |
| HUMANA AB                    | 1,1     | 1,2 | 1,4 |     | 0,1        | 0,3  |      |
| ZALARIS ASA                  | 2,2     | 1,8 | 2,1 | 1,0 | -0,4       | -0,1 | -1,2 |
| COOR SERVICE MANAGEMENT      | 1,0     | 1,2 |     |     | 0,2        |      |      |
| KOTIFIZZA GROUP OYJ          | 1,1     | 1,0 | 1,2 |     | -0,1       | 0,1  |      |
| SCANDIC HOTELS GROUP AB      | 0,8     | 0,9 | 0,9 |     | 0,1        | 0,1  |      |
| DUSTIN AB (PUBL)             | 2,0     | 2,1 | 2,2 |     | 0,1        | 0,2  |      |
| DUNI AB                      | 1,3     | 1,1 | 1,2 | 1,1 | -0,2       | 0,0  | -0,1 |
| NOBIA AB                     | 1,3     | 1,4 | 1,6 | 1,6 | 0,1        | 0,3  | 0,3  |
| BALLINGSLOEV INTERNATIONAL   | 1,2     | 1,2 | 1,3 | 1,0 | 0,0        | 0,1  | -0,2 |
| INWIDO AB                    | 0,9     | 1,0 | 0,9 | 1,0 | 0,1        | 0,0  | 0,0  |
| THULE GROUP AB               | 0,5     | 0,8 | 0,7 | 0,8 | 0,2        | 0,2  | 0,3  |
| DOMETIC GROUP AB             | 0,5     | 0,6 | 0,5 |     | 0,1        | 0,0  |      |
| EUROPRIS ASA                 | 1,1     | 1,1 |     |     | 0,0        |      |      |
| TOKMANNI                     | 0,8     | 0,8 | 0,9 |     | 0,0        | 0,1  |      |
| MATAS AS                     | 0,6     | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,1        | 0,1  | 0,1  |

| Peers                                  |     |     |     |      |      |      | Peers justeret          |     |     |  |
|----------------------------------------|-----|-----|-----|------|------|------|-------------------------|-----|-----|--|
| Aktivernes omrøtningshastighed* peers  |     |     |     |      |      |      | Adj. deltaport          |     |     |  |
| Aktivernes omrøtningshastighed ændring |     |     |     |      |      |      | Ændring, peers justeret |     |     |  |
| t-1                                    | t+1 | t+2 | t+3 | t-1  | t+2  | t+3  | t-1                     | t+2 | t+3 |  |
| 0,2                                    | 0,2 | 0,1 | 0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0                       | -1  | 0   |  |
| 0,1                                    | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,1                                    | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,0  | 0,0  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,6                                    | 0,6 | 0,4 | 0,5 | 0,0  | -0,2 | -0,1 | 0                       | -1  | -1  |  |
| 0,5                                    | 0,7 | 0,5 | 0,5 | 0,3  | 0,0  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,6                                    | 0,8 | 0,9 |     | 0,2  | 0,2  |      | 0                       |     |     |  |
| 0,0                                    | 0,1 | 0,2 |     | 0,1  | 0,1  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,1                                    | 0,1 | 0,1 |     | 0,0  | 0,0  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,1                                    | 0,1 | 0,1 |     | 0,0  | 0,0  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 1,4                                    | 1,4 | 1,4 |     | 0,0  | 0,0  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 1,4                                    | 1,4 | 1,4 |     | 0,0  | 0,0  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 1,4                                    | 1,4 | 1,4 |     | 0,0  | 0,0  |      | 1                       | 1   |     |  |
| 0,1                                    | 0,5 | 0,6 | 0,5 | 0,4  | 0,5  | 0,4  | -1                      | -1  | -1  |  |
| 0,2                                    | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,4                                    | 1,6 | 1,5 | 1,7 | 0,1  | 0,1  | 0,2  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,4                                    | 1,6 | 1,5 | 1,7 | 0,1  | 0,1  | 0,2  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,3                                    | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 2,0                                    | 2,0 | 1,9 | 1,6 | 0,0  | -0,1 | -0,4 | 0                       | 0   | 1   |  |
| 1,3                                    | 1,0 | 1,2 | 1,2 | -0,3 | -0,1 | -0,1 | 1                       | 0   | 0   |  |
| 2,0                                    | 1,3 | 1,5 | 1,4 | -0,7 | -0,5 | -0,6 | 1                       | 0   | 1   |  |
| 1,5                                    | 1,7 | 1,8 |     | 0,2  | 0,3  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,9                                    | 1,2 | 1,0 | 1,3 | 0,2  | 0,1  | 0,3  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,4                                    | 1,2 | 1,1 | 0,9 | -0,2 | -0,4 | -0,6 | 0                       | -1  | 0   |  |
| 1,2                                    | 1,1 | 1,2 |     | 0,0  | 0,0  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 1,7                                    | 1,4 | 1,3 |     | -0,3 | -0,4 |      | 0                       | 1   |     |  |
| 1,0                                    | 0,8 | 0,8 |     | -0,2 | -0,2 |      | 1                       | 1   |     |  |
| 1,5                                    | 1,4 | 1,4 |     | -0,1 | -0,1 |      | 0                       | 0   |     |  |
| 1,4                                    | 1,2 | 1,4 | 1,0 | -0,2 | 0,0  | -0,4 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,6                                    | 1,8 | 1,9 | 1,9 | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,7                                    | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,0                                    | 1,2 | 0,7 | 0,6 | 0,3  | -0,2 | -0,4 | 0                       | 0   | 1   |  |
| 1,8                                    | 1,6 | 1,5 | 1,5 | -0,2 | -0,3 | -0,3 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,5                                    | 1,5 | 1,3 | 1,1 | 0,0  | -0,1 | -0,4 | 0                       | 0   | 1   |  |
| 1,0                                    | 1,2 | 1,0 | 0,5 | 0,2  | 0,0  | -0,5 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,2                                    | 0,1 | 0,1 |     | -0,1 | -0,1 |      | 0                       |     |     |  |
| 1,5                                    | 1,2 | 1,3 | 1,3 | -0,2 | -0,1 | -0,2 | 0                       | 0   |     |  |
| 1,2                                    | 0,8 | 0,7 | 0,7 | -0,4 | -0,5 | -0,5 | 1                       | 1   | 1   |  |
| 0,2                                    | 0,4 | 1,0 | 1,2 | 0,2  | 0,8  | 1,0  | -1                      | -2  | -2  |  |
| 1,7                                    | 1,7 | 2,0 | 2,1 | 0,1  | 0,3  | 0,4  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,7                                    | 2,0 | 1,8 | 1,9 | 0,3  | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,6                                    | 1,2 | 1,5 |     | -0,4 | -0,1 |      | 0                       | 0   |     |  |
| 1,4                                    | 0,6 | 0,7 | 0,7 | -0,8 | -0,6 | -0,7 | 1                       | 1   | 1   |  |
| 0,6                                    | 0,7 | 0,8 | 0,7 | 0,1  | 0,2  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,9                                    | 0,9 | 0,9 | 1,1 | 0,0  | 0,0  | 0,3  | 1                       | 1   |     |  |
| 1,0                                    | 0,6 | 0,4 | 1,8 | -0,4 | -0,5 | 0,9  | 0                       | 1   | -1  |  |
| 1,8                                    | 2,0 | 1,8 | 1,9 | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,8                                    | 2,0 | 1,8 | 1,9 | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,3                                    | 2,1 | 2,2 | 2,2 | 0,8  | 0,9  | 0,8  | -1                      | -1  | -2  |  |
| 1,6                                    | 1,5 | 1,6 |     | -0,1 | 0,1  |      | 0                       |     |     |  |
| 1,0                                    | 1,3 | 1,4 |     | 0,3  | 0,4  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 0,4                                    | 0,4 | 0,4 |     | 0,0  | 0,0  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 1,2                                    | 1,4 | 1,4 |     | 0,1  | 0,1  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 1,5                                    | 1,4 | 1,3 | 1,3 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,4                                    | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 0,2  | 0,2  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,2                                    | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 0,0  | 0,0  | -0,1 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,4                                    | 1,5 | 1,4 | 1,5 | 0,1  | 0,0  | 0,1  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,9                                    | 0,8 | 0,8 | 0,8 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0                       | 0   | 0   |  |
| 0,8                                    | 0,8 | 0,8 |     | 0,1  | 0,1  |      | 0                       | 0   |     |  |
| 2,2                                    | 2,3 | 2,4 |     | 0,1  | 0,2  |      | 0                       |     |     |  |
| 1,5                                    | 1,9 | 2,0 | 2,0 | 0,3  | 0,4  | 0,4  | 0                       | 0   | 0   |  |
| 1,5                                    | 1,9 | 2,0 | 2,0 | 0,3  | 0,4  | 0,4  | 0                       | 0   | 0   |  |

| Test af ikke justeret tal |      |            |      |            |      |         |      |            |      |         |      |
|---------------------------|------|------------|------|------------|------|---------|------|------------|------|---------|------|
| t-1 vs t+1                |      |            |      | t-1 vs t+2 |      |         |      | t-1 vs t+3 |      |         |      |
| Diff                      | Sign | at diff    | Rang | Diff       | Sign | at diff | Rang | Diff       | Sign | at diff | Rang |
| -0,0224                   | -    | 0,02238016 | 9    | -0,722     | -    | 0,7222  | 53   | -0,486     | -    | 0,4855  | 33   |
| -0,4706                   | -    | 0,47062008 | 59   | 0,1233     | +    | 0,1233  | 28   | 0,1233     | +    | 0,1233  | 15   |
| 0,1233                    | +    | 0,12331694 | 38   | 0,1932     | +    | 0,1932  | 33   | 0,1906     | +    | 0,1906  | 21   |
| 0,0993                    | +    | 0,09934483 | 31   | -0,783     | -    | 0,7831  | 56   | -0,71      | -    | 0,7104  | 34   |
| -0,4359                   | -    | 0,43593265 | 58   | -0,042     | -    | 0,0416  | 13   | 0,2237     | +    | 0,2237  | 23   |
| -0,1629                   | -    | 0,16290054 | 44   | -0,272     | -    | 0,2725  | 41   |            |      |         |      |
| -0,0004                   | -    | 0,00039699 | 2    | 0,0019     | +    | 0,0019  | 1    |            |      |         |      |
| 0,3703                    | +    | 0,37034401 | 56   | 0,1        | +    | 0,1     | 21   |            |      |         |      |
| 0,0067                    | +    | 0,00665844 | 6    |            |      |         |      |            |      |         |      |
| 0,1                       | +    | 0,1        | 33   |            |      |         |      |            |      |         |      |
|                           |      |            |      |            |      |         |      |            |      |         |      |
| 0,0877                    | +    | 0,08774502 | 25   | 0,1125     | +    | 0,1125  | 23   | -0,008     | -    | 0,008   | 3    |
| 0,1015                    | +    | 0,10148419 | 34   | -0,056     | -    | 0,0556  | 15   |            |      |         |      |
| 0,0685                    | +    | 0,06850132 | 22   | 0,037      | +    | 0,037   | 11   |            |      |         |      |
| 0,6938                    | +    | 0,69375794 | 62   | 0,5328     | +    | 0,5328  | 52   |            |      |         |      |
| -0,3455                   | -    | 0,34549392 | 54   | -0,384     | -    | 0,384   | 50   | -0,382     | -    | 0,3818  | 30   |
| 0,0246                    | +    | 0,02458116 | 10   | 0,0246     | +    | 0,0246  | 8    | 0,0246     | +    | 0,0246  | 5    |
| 0,0701                    | +    | 0,07007575 | 23   | 0,1205     | +    | 0,1205  | 24   | 0,1404     | +    | 0,1404  | 17   |
| 0,2                       | +    | 0,2        | 48   | 0,3        | +    | 0,3     | 45   |            |      |         |      |
| 0,0776                    | +    | 0,07761644 | 24   | 0,0908     | +    | 0,0908  | 19   | 0,0181     | +    | 0,0181  | 4    |
| 0,2319                    | +    | 0,23185877 | 50   | 0,1955     | +    | 0,1955  | 34   | 0,3763     | +    | 0,3763  | 28   |
| 0,2813                    | +    | 0,28126589 | 53   | 0,3413     | +    | 0,3413  | 48   | 0,3003     | +    | 0,3003  | 26   |
| -0,0417                   | -    | 0,0416529  | 14   | -0,013     | -    | 0,0132  | 6    | 0,057      | +    | 0,057   | 10   |
| 0,0503                    | +    | 0,05026085 | 17   | 0,2249     | +    | 0,2249  | 39   |            |      |         |      |
| 0,0427                    | +    | 0,04274116 | 15   | 0,0603     | +    | 0,0603  | 16   | 0,1495     | +    | 0,1495  | 18   |
| -0,1359                   | -    | 0,13593181 | 39   | -0,999     | -    | 0,9993  | 58   | -0,307     | -    | 0,307   | 27   |
| 0,0898                    | +    | 0,0898037  | 28   | 0,1819     | +    | 0,1819  | 32   |            |      |         |      |
| 0,152                     | +    | 0,15198381 | 42   | 0,2098     | +    | 0,2098  | 37   |            |      |         |      |
| 0,4143                    | +    | 0,41427299 | 57   | 0,7253     | +    | 0,7253  | 54   |            |      |         |      |
| 0,0514                    | +    | 0,05142052 | 18   | 0,2636     | +    | 0,2636  | 40   |            |      |         |      |
| 0,2645                    | +    | 0,2645348  | 52   | 0,2002     | +    | 0,2002  | 35   | 0,0025     | +    | 0,0025  | 2    |
| -0,0532                   | -    | 0,0532412  | 19   | 0,0178     | +    | 0,0178  | 7    | -0,002     | -    | 0,002   | 1    |
| 0,2119                    | +    | 0,21192575 | 49   | 0,2119     | +    | 0,2119  | 38   | 0,2119     | +    | 0,2119  | 22   |
| 0,1198                    | +    | 0,11977234 | 37   | 0,0304     | +    | 0,0304  | 9    | 0,1866     | +    | 0,1866  | 20   |
| 0,0676                    | +    | 0,06755656 | 21   | -0,008     | -    | 0,0083  | 3    | -0,11      | -    | 0,1104  | 13   |
| 0,0491                    | +    | 0,04910028 | 16   | 0,1803     | +    | 0,1803  | 31   | 0,1099     | +    | 0,1099  | 12   |
| 0,1146                    | +    | 0,11463878 | 36   | -0,307     | -    | 0,3066  | 46   | -0,854     | -    | 0,854   | 35   |
| -0,0338                   | -    | 0,03378463 | 12   |            |      |         |      |            |      |         |      |
| 0,1894                    | +    | 0,18939174 | 47   | 0,2999     | +    | 0,2999  | 43   |            |      |         |      |
| 0,518                     | +    | 0,51804797 | 60   | 0,5269     | +    | 0,5269  | 51   | 0,4269     | +    | 0,4269  | 32   |
| -0,6619                   | -    | 0,6618848  | 61   | -0,992     | -    | 0,992   | 57   | -1,052     | -    | 1,0517  | 36   |
| 0,1576                    | +    | 0,15761349 | 43   | 0,1216     | +    | 0,1216  | 25   | 0,4174     | +    | 0,4174  | 31   |
| -0,037                    | -    | 0,03695944 | 13   | -0,147     | -    | 0,1468  | 29   | -0,125     | -    | 0,1249  | 16   |
| 0,0323                    | +    | 0,0322731  | 11   | 0,3419     | +    | 0,3419  | 49   |            |      |         |      |
| 0,0892                    | +    | 0,08918185 | 27   | 0,0365     | +    | 0,0365  | 10   | -0,057     | -    | 0,0568  | 9    |
| 0,0088                    | +    | 0,00875487 | 7    | 0,1226     | +    | 0,1226  | 26   | 0,0362     | +    | 0,0362  | 6    |
| 0,7647                    | +    | 0,76465522 | 63   | 0,7462     | +    | 0,7462  | 55   |            |      |         |      |
| -0,0058                   | -    | 0,00582366 | 5    | 0,3151     | +    | 0,3151  | 47   | 0,3776     | +    | 0,3776  | 29   |
| -0,0005                   | -    | 0,00051056 | 3    | -0,003     | -    | 0,0027  | 2    | -0,043     | -    | 0,0432  | 7    |
| 0,1                       | +    | 0,1        | 32   | 0,3        | +    | 0,3     | 44   |            |      |         |      |
| -0,3555                   | -    | 0,35549955 | 55   | -0,123     | -    | 0,1227  | 27   | -1,164     | -    | 1,1636  | 37   |
| 0,1828                    | +    | 0,18283779 | 46   |            |      |         |      |            |      |         |      |
| -0,0548                   | -    | 0,05476251 | 20   | 0,1098     | +    | 0,1098  | 22   |            |      |         |      |
| 0,1418                    | +    | 0,14179161 | 40   | 0,0765     | +    | 0,0765  | 17   |            |      |         |      |
| 0,1018                    | +    | 0,10175112 | 35   | 0,2051     | +    | 0,2051  | 36   |            |      |         |      |
| -0,1755                   | -    | 0,17547949 | 45   | -0,042     | -    | 0,0415  | 12   | -0,112     | -    | 0,1122  | 14   |
| 0,1449                    | +    | 0,14485995 | 41   | 0,2986     | +    | 0,2986  | 42   | 0,2808     | +    | 0,2808  | 25   |
| -0,0014                   | -    | 0,00143181 | 4    | 0,0554     | +    | 0,0554  | 14   | -0,179     | -    | 0,1789  | 19   |
| 0,0927                    | +    | 0,09267516 | 30   | -0,01      | -    | 0,0103  | 5    | 0,0487     | +    | 0,0487  | 8    |
| 0,2321                    | +    | 0,23210945 | 51   | 0,1728     | +    | 0,1728  | 30   | 0,267      | +    | 0,267   | 24   |
| 0,0935                    | +    | 0,09351985 | 29   | -0,009     | -    | 0,0088  | 4    |            |      |         |      |
| 0,0205                    | +    | 0,02046207 | 8    |            |      |         |      |            |      |         |      |
| 0                         | +    | 0          | 1    | 0,1        | +    | 0,1     | 20   |            |      |         |      |
| 0,0888                    | +    | 0,0887617  | 26   | 0,09       | +    | 0,09    | 18   | 0,1026     | +    | 0,1026  | 11   |

| HV                         | HP   | HQ         | HR      | HS          | HT   | HU         | HY   | HV     | HA   | HT     | HC   |
|----------------------------|------|------------|---------|-------------|------|------------|------|--------|------|--------|------|
| Test of peers justeret tal |      |            |         |             |      |            |      |        |      |        |      |
| t-1>t+1                    |      |            | t-1>t+2 |             |      | t-1>t+3    |      |        |      |        |      |
| Diff                       | Sign | Rank       | Diff    | Sign        | Rank | Diff       | Sign | Rank   | Diff | Sign   | Rank |
| -0,386                     | -    | 0,38594736 | 45      | -0,58215836 | -    | 0,58215836 | 46   | -0,355 | -    | 0,3554 | 22   |
| -0,093                     | -    | 0,09266738 | 16      | -0,09266738 | -    | 0,09266738 | 13   | -0,093 | -    | 0,0927 | 7    |
| 0,0528                     | +    | 0,05279277 | 10      | 0,16128784  | +    | 0,16128784 | 22   | 0,0957 | +    | 0,0957 | 8    |
| -0,443                     | -    | 0,44342585 | 50      | -0,61514816 | -    | 0,61514816 | 47   | -0,592 | -    | 0,592  | 29   |
| -0,415                     | -    | 0,41539353 | 46      | -0,08749528 | -    | 0,08749528 | 12   | 0,1642 | +    | 0,1642 | 14   |
| -0,152                     | -    | 0,15164491 | 29      |             |      |            |      |        |      |        |      |
| 0,2707                     | +    | 0,27066072 | 38      | -0,39694818 | -    | 0,39694818 | 40   |        |      |        |      |
| 0,0062                     | +    | 0,00616892 | 1       | -3,1974E-05 | -    | 3,1974E-05 | 1    |        |      |        |      |
| 0,0995                     | +    | 0,09951048 | 18      | 0,098060192 | +    | 0,09806019 | 15   |        |      |        |      |
|                            |      |            |         |             |      |            |      |        |      |        |      |
| 0,1291                     | +    | 0,12912928 | 25      | -0,04129794 | -    | 0,04129794 | 5    |        |      |        |      |
| 0,0961                     | +    | 0,09614641 | 17      | 0,05119735  | +    | 0,05119735 | 6    |        |      |        |      |
| 0,7214                     | +    | 0,72140303 | 55      | 0,547035196 | +    | 0,5470352  | 45   |        |      |        |      |
| -0,739                     | -    | 0,73946849 | 56      | -0,89296893 | -    | 0,89296893 | 53   | -0,736 | -    | 0,7361 | 32   |
| -0,152                     | -    | 0,15243923 | 30      | -0,15243923 | -    | 0,15243923 | 21   | -0,152 | -    | 0,1524 | 12   |
| -0,075                     | -    | 0,07506367 | 14      | 0,051333063 | +    | 0,05133306 | 7    | -0,103 | -    | 0,1034 | 9    |
| 0,0549                     | +    | 0,05486058 | 11      | 0,230840475 | +    | 0,23084047 | 26   |        |      |        |      |
| -0,062                     | -    | 0,06234081 | 12      | 0,008495866 | +    | 0,00849587 | 2    | -0,012 | -    | 0,0116 | 1    |
| 0,2117                     | +    | 0,21165382 | 33      | 0,310533863 | +    | 0,31053386 | 33   | 0,755  | +    | 0,755  | 33   |
| 0,5711                     | +    | 0,5711491  | 52      | 0,445355352 | +    | 0,44535535 | 43   | 0,3751 | +    | 0,3751 | 23   |
| 0,6752                     | +    | 0,67515815 | 54      | 0,494488207 | +    | 0,49448821 | 44   | 0,6145 | +    | 0,6145 | 30   |
| -0,124                     | -    | 0,12370502 | 22      | -0,09848341 | -    | 0,09848341 | 16   |        |      |        |      |
| -0,207                     | -    | 0,20663481 | 32      | -0,01353103 | -    | 0,01353103 | 3    | -0,177 | -    | 0,177  | 15   |
| 0,1015                     | +    | 0,10151813 | 19      | -0,62866697 | -    | 0,62866697 | 49   | 0,2576 | +    | 0,2576 | 18   |
| 0,1383                     | +    | 0,13826422 | 27      | 0,179410611 | +    | 0,17941061 | 24   |        |      |        |      |
| 0,4826                     | +    | 0,48261418 | 51      | 0,626648916 | +    | 0,62664892 | 48   |        |      |        |      |
| 0,6042                     | +    | 0,60423578 | 53      | 0,924642726 | +    | 0,92464273 | 54   |        |      |        |      |
| 0,1776                     | +    | 0,17763183 | 31      | 0,395474245 | +    | 0,39547425 | 39   |        |      |        |      |
| 0,4326                     | +    | 0,43262006 | 48      | 0,232648849 | +    | 0,23264885 | 27   | 0,3784 | +    | 0,3784 | 24   |
| -0,252                     | -    | 0,25152758 | 36      | -0,22950108 | -    | 0,22950108 | 25   | -0,247 | -    | 0,2475 | 17   |
| 0,1135                     | +    | 0,11353676 | 20      | 0,11353676  | +    | 0,11353676 | 17   | 0,1135 | +    | 0,1135 | 10   |
| -0,145                     | -    | 0,14542918 | 28      | 0,268484573 | +    | 0,26848457 | 32   | 0,5564 | +    | 0,5564 | 28   |
| 0,2689                     | +    | 0,26885714 | 37      | 0,316259184 | +    | 0,31625918 | 34   | 0,1796 | +    | 0,1796 | 16   |
| 0,0103                     | +    | 0,0103108  | 3       | 0,321605956 | +    | 0,32160596 | 35   | 0,5182 | +    | 0,5182 | 27   |
| -0,047                     | -    | 0,04690215 | 9       | -0,32337509 | -    | 0,32337509 | 36   | -0,384 | -    | 0,3842 | 25   |
| 0,0175                     | +    | 0,01746467 | 4       |             |      |            |      |        |      |        |      |
| 0,4347                     | +    | 0,43465182 | 49      | 0,431965553 | +    | 0,43196555 | 42   |        |      |        |      |
| 0,9155                     | +    | 0,91549278 | 60      | 1,043073977 | +    | 1,04307398 | 56   | 0,9532 | +    | 0,9532 | 34   |
| -0,875                     | -    | 0,87505609 | 59      | -1,82629948 | -    | 1,82629948 | 57   | -2,037 | -    | 2,0375 | 36   |
| 0,0787                     | +    | 0,07872282 | 15      | -0,17567105 | -    | 0,17567105 | 23   | 0,0161 | +    | 0,0161 | 2    |
| -0,313                     | -    | 0,31257632 | 41      | -0,23779981 | -    | 0,23779981 | 28   | -0,261 | -    | 0,2615 | 19   |
| 0,4295                     | +    | 0,42945375 | 47      | 0,414068312 | +    | 0,41406831 | 41   |        |      |        |      |
| 0,8509                     | +    | 0,85091166 | 58      | 0,68088856  | +    | 0,68088856 | 50   | 0,6235 | +    | 0,6235 | 31   |
| -0,073                     | -    | 0,07268646 | 13      | -0,0784735  | -    | 0,0784735  | 11   | -0,074 | -    | 0,0738 | 4    |
| 0,7551                     | +    | 0,75505644 | 57      | 0,712010951 | +    | 0,71201095 | 51   |        |      |        |      |
| 0,3815                     | +    | 0,38148479 | 44      | 0,844960018 | +    | 0,84496002 | 52   | -0,508 | -    | 0,5077 | 26   |
| -0,225                     | -    | 0,22476386 | 35      | -0,05986223 | -    | 0,05986223 | 9    | -0,155 | -    | 0,1553 | 13   |
| -0,124                     | -    | 0,1242533  | 23      | 0,242879087 | +    | 0,24287909 | 29   |        |      |        |      |
| -1,112                     | -    | 1,11226328 | 61      | -0,99562198 | -    | 0,99562198 | 55   | -2,009 | -    | 2,0091 | 35   |
| 0,3045                     | +    | 0,30446611 | 39      |             |      |            |      |        |      |        |      |
| -0,357                     | -    | 0,35723821 | 43      | -0,25760893 | -    | 0,25760893 | 30   |        |      |        |      |
| 0,1367                     | +    | 0,13670077 | 26      | 0,12547311  | +    | 0,12547311 | 18   |        |      |        |      |
| -0,037                     | -    | 0,03712799 | 7       | 0,077705192 | +    | 0,07770519 | 10   |        |      |        |      |
| -0,114                     | -    | 0,11436881 | 21      | 0,147768593 | +    | 0,14776859 | 20   | 0,0755 | +    | 0,0755 | 5    |
| -0,028                     | -    | 0,02806871 | 6       | 0,126296928 | +    | 0,12629693 | 19   | 0,1504 | +    | 0,1504 | 11   |
| 0,007                      | +    | 0,00701093 | 2       | 0,035521619 | +    | 0,03552162 | 4    | -0,061 | -    | 0,0609 | 3    |
| -0,039                     | -    | 0,03859126 | 8       | -0,05551271 | -    | 0,05551271 | 8    | -0,092 | -    | 0,0922 | 6    |
| 0,3454                     | +    | 0,34543979 | 42      | 0,258230331 | +    | 0,25823033 | 31   | 0,3395 | +    | 0,3395 | 21   |
| 0,0226                     | +    | 0,02255277 | 5       | -0,09280111 | -    | 0,09280111 | 14   |        |      |        |      |
| -0,128                     | -    | 0,12837326 | 24      |             |      |            |      |        |      |        |      |
| -0,311                     | -    | 0,31132115 | 40      | -0,33636739 | -    | 0,33636739 | 37   |        |      |        |      |
| -0,223                     | -    | 0,22255945 | 34      | -0,34635806 | -    | 0,34635806 | 38   | -0,319 | -    | 0,3192 | 20   |

| Targetselskaber              | Selskab                   |      |      |      |                                  |      |      |
|------------------------------|---------------------------|------|------|------|----------------------------------|------|------|
|                              | Delta Perf                |      |      |      |                                  |      |      |
|                              | OCF/Aktiver, ikke jureret |      |      |      | OCF/Aktiver ændring ikke jureret |      |      |
|                              | t-1                       | t+1  | t+2  | t+3  | t+1                              | t+2  | t+3  |
| FITBIOTECH OY                | -1,2                      | -1,7 |      |      | -0,6                             |      |      |
| OREXO AB                     | 0,2                       | 0,0  | -0,2 | -0,1 | -0,2                             | -0,3 | -0,3 |
| VELOXIS PHARMACEUTICALS AS   | -0,6                      | -0,3 | -0,3 | -0,3 | 0,3                              | 0,3  | 0,3  |
| PRONOVA BIOPHARMA ASA        | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | 0,1  | 0,0  |
| ELECTROMAGNETIC GEOSERV      | 0,0                       | -0,1 | -0,3 | -0,2 | -0,1                             | -0,3 | -0,1 |
| ADVANCED PROD & LOADING      | 0,1                       | 0,1  | 0,0  | 0,3  | 0,0                              | -0,1 | 0,3  |
| MINESTO AB                   | -0,1                      | -0,1 |      |      | -0,1                             |      |      |
| SAVO-SOLAR OYJ               | -0,6                      | -0,8 | -0,9 |      | -0,1                             | -0,3 |      |
| NORDAX GROUP AB              |                           |      |      |      |                                  |      |      |
| RESURS HOLDING AB            |                           |      |      |      |                                  |      |      |
| INTRUM JUSTITIA AB           | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| ATTENDO AB                   | 0,1                       | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                              | 0,0  |      |
| CAPIO AB                     | 0,0                       | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                              | 0,0  |      |
| PIHLA JALINNA PLC            | 0,1                       | 0,1  | 0,1  |      | 0,1                              | 0,1  |      |
| NEXSTIM PLC                  | -1,3                      | -1,0 | -0,7 | -0,5 | 0,3                              | 0,6  | 0,8  |
| SCIBASE HOLDING AB           | -0,9                      | -0,5 | -0,5 | -0,5 | 0,4                              | 0,4  | 0,4  |
| CHR. HANSEN HOLDINGS AS      | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | 0,0  | 0,1  |
| NORDIC WATERPROOFING HOLDING | 0,1                       | 0,1  | 0,1  |      | 0,1                              | 0,1  | -0,1 |
| MO HOLDING AB                | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| PANDORA AS                   | 0,2                       | 0,2  | 0,2  | 0,3  | 0,0                              | 0,0  | 0,1  |
| XXL SPORT & VILLMARK AS      | 0,1                       | 0,1  | 0,0  | 0,1  | 0,0                              | -0,1 | 0,0  |
| KAPPAHL                      | 0,2                       | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,1                              | 0,0  | 0,0  |
| FOOTWAY GROUP AB             | -0,4                      | 0,0  | 0,0  |      | 0,4                              | 0,5  |      |
| COMHEM HOLDING AB            | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | 0,1  | 0,1  |
| KONGSBERG AUTOMOTIVE ASA     | 0,2                       | 0,1  | 0,0  | 0,1  | -0,1                             | -0,1 | -0,1 |
| ALIMAK GROUP AB              | 0,1                       | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                              | 0,0  |      |
| BRAVIDA HOLDING AB           | 0,1                       | 0,0  | 0,1  |      | 0,0                              | 0,0  |      |
| CONSTIGROUP PLC              | 0,2                       | 0,1  | 0,1  |      | -0,1                             | -0,1 |      |
| TROAX GROUP AB               | 0,1                       | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                              | 0,0  |      |
| LINDAB INTL AB               | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| BUFAB HOLDING AB             | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| BULTEN AB                    | 0,0                       | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| HMS NETWORKS AB              | 0,1                       | 0,2  | 0,1  | 0,2  | 0,1                              | 0,0  | 0,1  |
| NEDERMAN HOLDING AB          | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| ALFALAVAL AB                 | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| BE GROUP AB                  | 0,2                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | -0,1                             | -0,1 | 0,0  |
| TEAM TANKERS INTL LTD        | 0,1                       | 0,1  |      |      | 0,0                              |      |      |
| RENOHORDEN ASA               | 0,1                       | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                              | 0,0  |      |
| SALCOMP PLC                  | 0,1                       | 0,2  | 0,2  | 0,0  | 0,1                              | 0,1  | -0,1 |
| ASETEK AS                    | -0,4                      | -0,5 | 0,0  | 0,2  | 0,0                              | 0,4  | 0,6  |
| AFFECTO OYJ                  | 0,1                       | 0,0  | 0,1  | 0,1  | -0,1                             | -0,1 | 0,0  |
| TRANSMODE AB                 | 0,2                       | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | 0,0  | -0,1 |
| ELTEL AB                     | 0,1                       | 0,0  | -0,1 |      | -0,1                             | -0,1 |      |
| CERMAQ ASA                   | 0,1                       | 0,2  | 0,1  | 0,0  | 0,1                              | 0,0  | -0,1 |
| SALMAR ASA                   | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| SCANDI STANDARD AB           | 0,0                       | 0,1  | 0,1  |      | 0,1                              | 0,1  |      |
| NEAS ASA                     | 0,0                       | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| ISS A/S                      | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| HUMANA AB                    | 0,1                       | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                              | 0,1  | -0,1 |
| ZALARIS ASA                  | 0,2                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | -0,1 | -0,1 |
| COORD SERVICE MANAGEMENT     | 0,0                       | 0,1  |      |      | 0,1                              |      |      |
| KOTIPIZZA GROUP OYJ          | 0,1                       | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                              | 0,0  |      |
| SCANDIC HOTELS GROUP AB      | 0,1                       | 0,1  | 0,1  |      | 0,1                              | 0,0  |      |
| DUSTIH AB (PUBL)             | 0,1                       | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                              | 0,0  |      |
| DUNI AB                      | 0,0                       | 0,1  | 0,2  | 0,1  | 0,0                              | 0,2  | 0,1  |
| NOBIA AB                     | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | 0,1  | 0,1  |
| BALLINGSLOEV INTERNATIONAL   | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1                              | 0,1  | 0,0  |
| INWIDO AB                    | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| THULE GROUP AB               | 0,0                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | 0,1  | 0,1  |
| DOMETIC GROUP AB             | 0,0                       | 0,1  | 0,1  |      | 0,0                              | 0,0  |      |
| EUROPRIS ASA                 | 0,1                       | 0,1  |      |      | 0,0                              |      |      |
| TOKMANNI                     |                           |      |      |      | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |
| MATAS AS                     | 0,1                       | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                              | 0,0  | 0,0  |



| Peers                  |      |      |      |                                 |      |      | Peers justeret |     |     |                         |
|------------------------|------|------|------|---------------------------------|------|------|----------------|-----|-----|-------------------------|
| OCF/tatal aktive peers |      |      |      | OCF/tatal aktiver peers andring |      |      | Adj delta perf |     |     | Endring, peers justeret |
| t-1                    | t+1  | t+2  | t+3  | t+1                             | t+2  | t+3  | t+1            | t+2 | t+3 |                         |
| -1,6                   | -1,6 |      |      | 0,0                             |      |      | -0,5228        |     |     |                         |
| -0,3                   | -0,2 | -0,1 | -0,1 | 0,1                             | 0,2  | 0,2  | 0              | 0   | 0   |                         |
| -0,4                   | -0,2 | -0,2 | -0,2 | 0,2                             | 0,2  | 0,2  | 0              | 0   | 0   |                         |
| -0,2                   | -0,1 | -0,3 | -0,3 | 0,1                             | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,4                    | 0,4  | 0,3  | 0,3  | -0,1                            | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                    | 0,3  | 0,2  | 0,2  | 0,3                             | 0,2  | 0,2  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,0                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1                             | 0,1  | 0,1  | 0              |     |     |                         |
| 47,1                   | -0,1 |      |      | -47,2                           |      |      | 47             |     |     |                         |
|                        |      |      |      |                                 |      |      |                |     |     |                         |
| 0,0                    | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0                             | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   |     |                         |
| 0,0                    | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0                             | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   |     |                         |
| 0,0                    | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0                             | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   |     |                         |
| -0,2                   | -0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,1                            | 0,0  | 0,0  | 0              | 1   | 1   |                         |
| -0,3                   | -0,3 | -0,3 | -0,3 | 0,1                             | 0,1  | 0,1  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,0                    | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                    | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,0                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1                             | 0,1  | 0,1  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,2                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | -0,1                            | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,2                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                    | 0,0  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,2                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   |     |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   |     |                         |
| 0,0                    | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,0                    | 0,0  | -0,1 | -0,1 | 0,0                             | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   |     |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 0,0                             | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,0                    | 0,0  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,2  | 0,2  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,0                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1                             | 0,1  | 0,1  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,0                    | 0,1  | -0,1 | -0,1 | 0,1                             | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,2                    | 0,2  | 0,2  | 0,2  | -0,1                            | -0,1 | -0,1 | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 0,0                             | -0,1 | -0,1 | 0              |     |     |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| -0,1                   | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 0,1                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| -0,2                   | -0,4 | 0,2  | 0,2  | -0,1                            | 0,4  | 0,4  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                    | 0,3  |      |      | 0,2                             |      |      | 0              |     |     |                         |
| 0,0                    | 0,1  |      |      | 0,2                             |      |      | 0              |     |     |                         |
|                        |      |      |      |                                 |      |      |                |     |     |                         |
| 0,0                    | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                    | 0,0  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,1  | 0,1  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,2  | 0,2  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
|                        |      |      |      |                                 |      |      |                |     |     |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,5                    | 0,1  | 0,1  |      | -0,4                            | -0,3 |      | 0              | 0   |     |                         |
|                        |      |      |      |                                 |      |      |                |     |     |                         |
| 0,1                    | 0,0  | 0,0  | 0,0  | -0,1                            | -0,1 | -0,1 | 0              |     |     |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,1                    | 0,2  | 0,1  | 0,1  | 0,1                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,3                    | 0,2  | 0,2  | 0,2  | -0,1                            | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,2                    | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,2                    | 0,1  | 0,2  | 0,2  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   | 0   |                         |
| 0,1                    | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              | 0   |     |                         |
| 0,1                    | 0,0  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,0  | 0,0  | 0              |     |     |                         |
| 0,0                    | 0,0  | 0,1  | 0,1  | 0,0                             | 0,1  | 0,1  | 0              | 0   | 0   |                         |

| Test af ikke justeret tal |      |      |            |      |      |            |      |      |      |      |      |
|---------------------------|------|------|------------|------|------|------------|------|------|------|------|------|
| t-1 >> t+1                |      |      | t-1 >> t+2 |      |      | t-1 >> t+3 |      |      |      |      |      |
| Diff                      | Sign | Rank | Diff       | Sign | Rank | Diff       | Sign | Rank | Diff | Sign | Rank |
| -0,562360596              | -    | 60   | -0,3405    | -    | 51   | -0,2946    | -    | 34   |      |      |      |
| -0,196546129              | -    | 55   | 0,2941     | +    | 49   | 0,2941     | +    | 33   |      |      |      |
| 0,294055505               | +    | 57   | 0,0635     | +    | 34   | 0,0362     | +    | 16   |      |      |      |
| -0,016039398              | -    | 17   | -0,2971    | -    | 50   | -0,1283    | -    | 31   |      |      |      |
| -0,091092559              | +    | 51   | -0,0907    | -    | 41   | 0,2512     | +    | 32   |      |      |      |
| 0,006126219               | +    | 9    |            |      |      |            |      |      |      |      |      |
| -0,074851293              | -    | 45   | -0,2549    | -    | 48   |            |      |      |      |      |      |
| -0,148767754              | -    | 54   |            |      |      |            |      |      |      |      |      |
|                           |      |      |            |      |      |            |      |      |      |      |      |
| -0,028432495              | -    | 25   | 0,0252     | +    | 18   | 0,017      | +    | 9    |      |      |      |
| 0,023432266               | +    | 28   | 0,0116     | +    | 9    |            |      |      |      |      |      |
| 0,028299252               | +    | 24   | 0,0184     | +    | 14   |            |      |      |      |      |      |
| 0,076336093               | +    | 46   | 0,0658     | +    | 35   |            |      |      |      |      |      |
| 0,263739791               | +    | 56   | 0,6139     | +    | 55   | 0,8183     | +    | 37   |      |      |      |
| 0,422407789               | +    | 59   | 0,4224     | +    | 53   | 0,4224     | +    | 35   |      |      |      |
| 0,031987224               | +    | 27   | 0,0485     | +    | 28   | 0,0571     | +    | 23   |      |      |      |
| 0,05                      | +    | 37   | 0,059      | +    | 30,5 |            |      |      |      |      |      |
| -0,010182045              | -    | 12   | -0,0112    | -    | 7    | -0,0403    | -    | 17   |      |      |      |
| 0,043185884               | +    | 32   | -0,0241    | -    | 17   | 0,0785     | +    | 24   |      |      |      |
| -0,023910988              | -    | 21   | -0,0795    | -    | 38   | -0,0205    | -    | 13   |      |      |      |
| 0,060201821               | +    | 41   | -0,0142    | -    | 12   | -0,0134    | -    | 5    |      |      |      |
| 0,384960219               | +    | 58   | 0,4505     | +    | 54   |            |      |      |      |      |      |
| 0,043499754               | +    | 33   | 0,0606     | +    | 32   | 0,0829     | +    | 25   |      |      |      |
| -0,06229392               | -    | 42   | -0,1296    | -    | 45   | -0,0509    | -    | 19   |      |      |      |
| -0,026741072              | -    | 22   | -0,035     | -    | 24   |            |      |      |      |      |      |
| -0,023782575              | -    | 20   | 0,0181     | +    | 13   |            |      |      |      |      |      |
| -0,059564089              | -    | 40   | -0,0803    | -    | 39   |            |      |      |      |      |      |
| 0,010843801               | +    | 13   | 0,0258     | +    | 19   |            |      |      |      |      |      |
| 0,003130763               | +    | 7    | -0,0325    | -    | 21   | -0,0139    | -    | 7    |      |      |      |
| -0,003894053              | -    | 8    | 0,0029     | +    | 4    | -0,02      | -    | 12   |      |      |      |
| 0,001549837               | +    | 5    | 0,0015     | +    | 2    | 0,0015     | +    | 1    |      |      |      |
| 0,087794724               | +    | 50   | 0,0055     | +    | 6    | 0,1052     | +    | 27   |      |      |      |
| 0,002881691               | +    | 6    | 0,0214     | +    | 16   | -0,0198    | -    | 11   |      |      |      |
| -0,000794288              | -    | 2    | -0,0329    | -    | 22   | -0,0136    | -    | 6    |      |      |      |
| -0,081676959              | -    | 48   | -0,0919    | -    | 42   | -0,0449    | -    | 18   |      |      |      |
| -0,015758012              | -    | 16   |            |      |      |            |      |      |      |      |      |
| 0,001238816               | +    | 3    | 0,0114     | +    | 8    |            |      |      |      |      |      |
| 0,128220185               | +    | 52   | 0,1026     | +    | 43   | -0,0532    | -    | 21   |      |      |      |
| -0,009313356              | -    | 11   | 0,4067     | +    | 52   | 0,6347     | +    | 36   |      |      |      |
| -0,083078232              | -    | 49   | -0,0678    | -    | 36   | 0,004      | +    | 2    |      |      |      |
| 0,000113321               | +    | 1    | -0,0373    | -    | 26   | -0,1056    | -    | 28   |      |      |      |
| -0,066700244              | -    | 44   | -0,1377    | -    | 46   |            |      |      |      |      |      |
| 0,078756385               | +    | 47   | -0,0134    | -    | 11   | -0,118     | -    | 30   |      |      |      |
| -0,038641606              | -    | 30   | 0,0365     | +    | 25   | -0,0209    | -    | 14   |      |      |      |
| 0,143269753               | +    | 53   | 0,0822     | +    | 40   |            |      |      |      |      |      |
| -0,00760621               | -    | 10   | 0,0033     | +    | 5    | 0,0175     | +    | 10   |      |      |      |
| -0,001282803              | -    | 4    | -0,0008    | -    | 1    | -0,0054    | -    | 3    |      |      |      |
| 0,03                      | +    | 26   | 0,059      | +    | 30,5 |            |      |      |      |      |      |
| -0,039441323              | -    | 31   | -0,1088    | -    | 44   | -0,1059    | -    | 29   |      |      |      |
| 0,057186584               | +    | 39   |            |      |      |            |      |      |      |      |      |
| 0,036145205               | +    | 29   | 0,0303     | +    | 20   |            |      |      |      |      |      |
| 0,056633195               | +    | 38   | 0,0339     | +    | 23   |            |      |      |      |      |      |
| 0,044359156               | +    | 35   | -0,0191    | -    | 15   |            |      |      |      |      |      |
| 0,043891539               | +    | 34   | 0,1514     | +    | 47   | 0,0569     | +    | 22   |      |      |      |
| -0,017895634              | -    | 18   | 0,0557     | +    | 29   | 0,0521     | +    | 20   |      |      |      |
| 0,065888735               | +    | 43   | 0,0766     | +    | 37   | 0,0139     | +    | 8    |      |      |      |
| 0,020387639               | +    | 19   | -0,0019    | -    | 3    | 0,0095     | +    | 4    |      |      |      |
| 0,047418288               | +    | 36   | 0,0628     | +    | 33   | 0,0849     | +    | 26   |      |      |      |
| 0,014090666               | +    | 15   | 0,0129     | +    | 10   |            |      |      |      |      |      |
| 0,026979987               | +    | 23   |            |      |      |            |      |      |      |      |      |
|                           |      |      |            |      |      |            |      |      |      |      |      |
| 0,01182239                | +    | 14   | 0,0388     | +    | 27   | 0,0237     | +    | 15   |      |      |      |

| Test af peers justeret tal |               |            |            |               |      |            |               |      |  |  |  |
|----------------------------|---------------|------------|------------|---------------|------|------------|---------------|------|--|--|--|
| t-1 >> t+1                 |               |            | t-1 >> t+2 |               |      | t-1 >> t+3 |               |      |  |  |  |
| Diff                       | Signalet diff | Rank       | Diff       | Signalet diff | Rank | Diff       | Signalet diff | Rank |  |  |  |
| -0,5228                    | -             | 0,52279906 | 55         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,2894                    | -             | 0,28936013 | 50         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0995                     | +             | 0,09946627 | 36         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,1376                    | -             | 0,13757763 | 44         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,0359                    | -             | 0,03594837 | 18         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,2684                    | -             | 0,26836722 | 49         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,2223                    | -             | 0,22231532 | 47         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 47,025                     | +             | 47,0249077 | 56         |               |      |            |               |      |  |  |  |
|                            |               |            |            |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0809                     | +             | 0,08089426 | 33         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0758                     | +             | 0,07576125 | 30         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,1238                     | +             | 0,12379809 | 41         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,3751                     | +             | 0,37508662 | 52         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,3719                     | +             | 0,37187664 | 51         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,057                      | +             | 0,05704414 | 25         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,08                       | +             | 0,08       | 32         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,0987                    | -             | 0,09869689 | 35         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,1377                     | +             | 0,13766573 | 45         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,0007                    | -             | 0,00065685 | 1          |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,1003                     | +             | 0,10034254 | 37         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,4115                     | +             | 0,41148178 | 54         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0317                     | +             | 0,03170137 | 17         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,0307                    | -             | 0,03065287 | 16         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0018                     | +             | 0,00183348 | 4          |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0012                     | +             | 0,00123408 | 3          |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,0827                    | -             | 0,08268329 | 34         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0485                     | +             | 0,04853253 | 21         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0422                     | +             | 0,0422015  | 20         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,0505                    | -             | 0,05051521 | 22         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,0788                    | -             | 0,07880885 | 31         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,0065                    | -             | 0,00646283 | 7          |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0713                     | +             | 0,07128084 | 29         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,004                      | +             | 0,00401831 | 5          |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,1127                    | -             | 0,1127109  | 39         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0129                     | +             | 0,01287769 | 9          |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,0142                    | -             | 0,01423574 | 11         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,0112                    | -             | 0,01115076 | 8          |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,1373                     | +             | 0,13728523 | 43         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,2536                    | -             | 0,25356237 | 48         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,1501                    | -             | 0,15014436 | 46         |               |      |            |               |      |  |  |  |
|                            |               |            |            |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,062                      | +             | 0,06202923 | 27         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,0251                    | -             | 0,02511089 | 14         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,1306                     | +             | 0,13060265 | 42         |               |      |            |               |      |  |  |  |
|                            |               |            |            |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,0177                    | -             | 0,01774417 | 13         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,41                       | +             | 0,41       | 53         |               |      |            |               |      |  |  |  |
|                            |               |            |            |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,1135                     | +             | 0,11350129 | 40         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,005                     | -             | 0,0049956  | 6          |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0544                     | +             | 0,05436542 | 24         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| -0,0294                    | -             | 0,02940588 | 15         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,1093                     | +             | 0,10933543 | 38         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0008                     | +             | 0,00080173 | 2          |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0383                     | +             | 0,03831236 | 19         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0633                     | +             | 0,06325336 | 28         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0535                     | +             | 0,0535377  | 23         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0141                     | +             | 0,01408123 | 10         |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,0609                     | +             | 0,06088165 | 26         |               |      |            |               |      |  |  |  |
|                            |               |            |            |               |      |            |               |      |  |  |  |
| 0,015                      | +             | 0,01503028 | 12         |               |      |            |               |      |  |  |  |

## Bilag 10:

Regnskabsdata ville fylde for meget at indsætte. Derfor er alle regnskaber vedlagt ved USB.

## Bilag 11: Valutakurser

| Gennemsnitsskurser | 2000   | 2001    | 2002    | 2003    | 2004    | 2005    | 2006  | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    | 2018   |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| Euro               | 745,37 | 745,209 | 743,044 | 743,069 | 743,984 | 745,193 | 745,9 | 745,055 | 745,597 | 744,625 | 744,737 | 745,053 | 744,375 | 745,798 | 745,474 | 745,857 | 744,524 | 743,86  | 745,32 |
| Svenske kroner     | 88,26  | 80,5833 | 81,1158 | 81,4488 | 81,536  | 80,2902 | 80,62 | 80,5708 | 77,7312 | 70,1821 | 78,1525 | 82,5205 | 85,6229 | 86,2374 | 81,9867 | 79,7392 | 78,63   | 77,2288 | 72,696 |
| Norske kroner      | 91,89  | 92,6002 | 99,0266 | 93,03   | 88,8998 | 93,1118 | 92,71 | 92,9943 | 91,0198 | 85,3862 | 93,0159 | 95,6115 | 99,6208 | 95,6912 | 89,3077 | 83,4323 | 80,1769 | 79,8175 | 77,688 |

| Ultimo kurser  | 2000   | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | 2006  | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Euro           | 746,31 | 743,57 | 742,43 | 744,46 | 743,81 | 746,05 | 745,6 | 745,66 | 745,06 | 744,15 | 745,44 | 743,42 | 746,04 | 746,03 | 744,36 | 746,25 | 743,44 | 744,49 | 746,73 |
| Svenske kroner | 84,51  | 79,89  | 80,75  | 82,02  | 82,5   | 79,46  | 82,47 | 78,92  | 68,04  | 72,28  | 82,7   | 83,42  | 81,14  | 83,56  | 78,56  | 81,22  | 77,83  | 75,63  | 72,66  |
| Norske kroner  | 90,64  | 93,24  | 101,81 | 88,41  | 90,23  | 93,43  | 90,51 | 93,51  | 75,72  | 89,42  | 95,34  | 95,88  | 101,67 | 88,54  | 82,32  | 77,61  | 81,82  | 75,66  | 74,87  |

Disse er også vedlagt ved USB

## Bilag 11: Liste over targetselskaber og Peers

| Targetselskaber            |
|----------------------------|
| ADVANCED PROD & LOADING    |
| AFFECTO OYJ                |
| ALFA LAVAL AB              |
| ALIMAK GROUP AB            |
| ASETEK AS                  |
| ATTENDO AB                 |
| BALLINGSLOEV INTERNATIONAL |
| BE GROUP AB                |
| BRAVIDA HOLDING AB         |
| BUFAB HOLDING AB           |
| BULTEN AB                  |
| CAPIO AB                   |
| CERMAQ ASA                 |
| CHR.HANSEN HOLDINGS AS     |
| COM HEM HOLDING AB         |
| CONSTI GROUP PLC           |
| COOR SERVICE MANAGEMENT    |
| DOMETIC GROUP AB           |
| DUNI AB                    |
| DUSTIN AB (PUBL)           |
| ELECTROMAGNETIC GEOSERV    |
| ELTEL AB                   |
| EUOPRIS ASA                |
| FIT BIOTECH OY             |
| FOOTWAY GROUP AB           |
| HMS NETWORKS AB            |
| INTRUM JUSTITIA AB         |
| INWIDO AB                  |
| ISS A/S                    |
| KAPPAHL                    |
| KONGSBERG AUTOMOTIVE ASA   |
| KOTIPIZZA GROUP OYJ        |
| LINDAB INTL AB             |
| MATAS AS                   |
| MINESTO AB                 |
| MQ HOLDING AB              |

|                            |
|----------------------------|
| NEAS ASA                   |
| NEDERMAN HOLDING AB        |
| NEXSTIM PLC                |
| NOBIA AB                   |
| NORDAX GROUP AB            |
| OREXO AB                   |
| PANDORA AS                 |
| PIHLAJALINNA PLC           |
| PRONOVA BIOPHARMA ASA      |
| RENONORDEN ASA             |
| SALCOMP PLC                |
| SALMAR ASA                 |
| SAVO-SOLAR OYJ             |
| SCANDI STANDARD AB         |
| SCANDIC HOTELS GROUP AB    |
| SCIBASE HOLDING AB         |
| TEAM TANKERS INTL LTD      |
| THULE GROUP AB             |
| TRANSMODE AB               |
| TROAX GROUP AB             |
| VELOXIS PHARMACEUTICALS AS |
| XXL SPORT & VILLMARK AS    |
| ZALARIS ASA                |

## Liste over Peers:

| Peer selskaber           |
|--------------------------|
| A3 Allmana IT            |
| Active Biotech AB        |
| AEGA ASA                 |
| Amer Sports Corp         |
| Amnode AB                |
| Arcoma AB                |
| Arendals Fosskompani ASA |
| Avance Gas Holdings LTD  |
| Bavarian Nordic A/S      |
| Biohit OYJ               |
| Bioinvent AB             |
| Björn Borg AB            |
| Caverion OYJ             |
| Ekornes ASA              |
| Elanders AB              |
| Electrolux AB            |
| EOLUS Vind AB            |
| Fingerprint Cards AB     |
| Fiskars OY               |
| Fred Olsen Energy ASA    |
| Genmab A/S               |
| GHP Speciality Care AB   |
| Goodtech ASA             |
| Grieg Seafood AS         |
| Haldex AB                |
| Hexatronic Group AB      |
| Hoegh Holding A/S        |
| IC Group A/S             |
| Itera ASA                |
| JLT Mobile Computers     |
| Kesko OYJ                |
| Kone OYJ                 |
| Konecranes PLC           |
| Lassila & Tikanoja       |

|                               |
|-------------------------------|
| Leroy Seafood Group ASA       |
| Malmbergs S Elektriska AB     |
| Marine Harvest ASA            |
| Metso OYJ                     |
| Micropops Medical AB          |
| Midsona AB                    |
| New Nordick Healthbrands AB   |
| Nextgentel Holding ASA        |
| NKT A/S                       |
| Nokian Tyres OYJ              |
| Norway Salman AS              |
| Norwegian Finans HLD ASA      |
| NRC Group ASA                 |
| ODD Molly Intl AB             |
| Outokumpo OY                  |
| P/F Bakkafrøst Holding        |
| Pandox AB                     |
| PCI Biotech ASA               |
| PGS Geo-services              |
| Precise Biometrics AB         |
| Precomp Solutions AB          |
| Pricer AB                     |
| Profilgruppen AB              |
| Rejlers AB                    |
| Restamax OYJ                  |
| RNB Retail and Brands AB      |
| SBC Sveriges Bostadsratts AB  |
| Scandinavian Brake System A/S |
| Securitas AB                  |
| Skistars AB                   |
| Softronic AB                  |
| SRV Yhiot OYJ                 |
| SSAB Copr AB                  |
| Stockmann AB                  |
| Strax AB                      |
| TGS Co ASA                    |
| Tivoli A/S                    |
| Uponor OYJ                    |
| VEIDEKKE A/S                  |
| Venue Retail Group AB         |
| Vestas A/S                    |
| Xano Industri AB              |