

STOCKPICKER 

# UTBILDNING

Stockpicker Newsletter | 12 december 2025

# ANALYS- KONSTEN

- skapa dig en bild av ett bolag och  
en rimlig värdering förhållandevis enkelt

# Grunderna i bolagsanalys

SIDA 1/2

Stockpicker · staff@stockpicker.se

**A**tt värdera ett bolag är lika mycket konst som vetenskap. Frågar du tio investerare hur man fastställer ett företags verkliga värde får du förmodligen tio olika svar — om inte fler. Vissa utgår från hårda siffror och modellbaserade prognoser, medan andra bygger sina bedömningar på marknadspsykologi, konkurrensfördelar eller den långsiktiga berättelsen bakom verksamheten. Det finns helt enkelt inte ett rätt sätt att göra en värdering, utan ett spektrum av metoder och anGREPPSSÄTT.

Just därför är grunderna i bolagsvärdering så viktiga att förstå. När du behärskar fundamenten kan du själv välja vilka verktyg som passar din investeringsstil, vilka antaganden som känns rimliga och hur du bäst väger samman både fakta och intuition.

Idén bakom detta utbildningsmaterial är därmed inte att berätta åt er läsare hur ni ska investera, utan snarare att ge er några konkreta steg som förhållandevis snabbt ger er överblick av ett bolag och en aktie.

## Nettoomsättning

Föga förvånande är försäljningen i ett bolag kanske det mest väsentliga att ha koll på. Skapa dig en bild av den historiska försäljningsutvecklingen och bedöm enligt bästa förmåga vad nettoomsättningen kan tänkas landa på kommande år. Håll koll på om det skett större strukturaffärer, såsom förvärv och avyttringar, eller om bolaget aktiverar utvecklingskostnader i någon högre grad.

## Bruttoresultat, EBITDA och EBIT

När försäljningen är på plats är nästa steg att förstå hur mycket av omsättningen som faktiskt omvandlas till

vinst på olika nivåer. Det första stoppet är bruttoresultatet, det vill säga försäljningen minus direkta kostnader för sålda varor och tjänster. Bruttomarginalen är ett rätt avslöjande nyckeltal i hela resultaträkningen då den visar företagets grundläggande prissättningskraft och kostnadskontroll. Bolag med starka produkter eller skalbara tjänster lyckas ofta försvara eller höja sin bruttomarginal över tid, medan pressade bolag snabbt får se marginalen eroderas.

Ett steg längre ner i resultaträkningen kommer EBITDA, rörelseresultatet före avskrivningar. Det är ett populärt mått eftersom den anses ge en bild av den operativa kassagenereringen utan att beakta historiska investeringar. Samtidigt är det viktigt att komma ihåg att EBITDA inte tar hänsyn till nödvändiga investeringar (t.ex. fabriker eller maskiner) och ett högt dito är därför inte värdefullt om stora delar regelbundet måste återinvesteras för att hålla verksamheten rullande.

Längre ned i resultaträkningen hittar vi EBIT, det vill säga rörelseresultatet. Det anses ofta vara det mest relevanta måttet för att bedöma ett företags verkliga lönsamhet. Ett företag som visar ett högt rörelseresultat över en hel cykel har helt enkelt en affärsmodell som fungerar.

I praktiken har samtliga tre lönsamhetsmått ovan alltså sina användningsområden. Bruttoresultatet hjälper dig att förstå den fundamentala lönsamheten i affären. EBITDA kan vara användbart för att jämföra bolag med olika redovisningsmässiga avskrivningsprinciper eller för att snabbt skapa dig en uppfattning av kassaflödet. EBIT å sin sida visar vad som faktiskt blir kvar när verksamheten tagit höjd för kostnaden

att driva och underhålla sina tillgångar. Tillsammans ger de en stegvis bild av var värdet skapas – och vart det försvinner.

## Vinst, kassaflöde och skuldsättning

När rörelseresultatet är analyserat är nästa steg att se hur mycket av detta som faktiskt når hela vägen ner till vinst efter skatt. Här påverkar finansnettot, det vill säga ränteintäkter och räntekostnader, hur stor del av EBIT som verkligen tillfaller aktieägarna. I tider av höga räntor blir detta särskilt viktigt: två bolag med identiskt rörelseresultat kan uppvisa radikalt olika nettovinsten enbart på grund av skillnader i skuldsättningen.

Men även nettovinstens nivå kan vara missvisande om man inte kompletterar med kassaflödet. Redovisning är i grunden ett system av periodiseringar, och vinster kan påverkas av exempelvis avskrivningar, reserveringar och engångsposter. Kassaflödet från den löpande verksamheten visar i stället hur mycket pengar som faktiskt genereras. Det fria kassaflödet är därför ofta den bästa indikatorn på vad som ytterst skapar värde för aktieägarna.

Ett centralt mått som många använder sig av är konverteringsgraden, alltså hur stor del av till exempel EBITDA som omvandlas till fritt kassaflöde. En konverteringsgrad närmare 100 procent är vanligt i skalbara affärsmodeller och verksamheter med liten kapitalbindning. Låg konvertering kan däremot signalera att mycket kapital binds i växande lager, kundfordringar eller intensiva investeringsprogram. Detta behöver givetvis inte alltid vara negativt – snabbväxande bolag kräver ofta mer kapital – men det är bra att förstå varför konverteringen ser ut som den gör. -->

# Grunderna i bolagsanalys

SIDA 2/2

Stockpicker · staff@stockpicker.se

Skuldsättningen knyter ihop bilden. Ett bolag med hög och stabil kassagenerering kan bära mer skuld utan att riskprofilen blir alarmerande, medan bolag med svajiga kassaflöden snabbt kan hamna i en utsatt position även vid modest skuldsättning. Nyckeltal som nettoskuld/EBITDA och räntetäckningsgrad hjälper till att bedöma trygghetsnivån. I grunden handlar det om att väga bolagets intjäningsförmåga mot dess finansiella åtaganden.

När du kombinerar vinst, kassaflöde och balansräkning får du en helhetsbild som är svår att uppnå med enbart resultaträkningen. Detta blir en naturlig bro vidare till nästa steg: att spå in i framtiden samt att välja ett avkastningskrav och en rimlig multipel för bolaget.

## Konstformen

Nu när grunden är satt, och du förstår hur bolaget tjänar sina pengar, hur kapital binds och hur kassaflödena utvecklas, är det dags för den mer kreativa delen: nämligen att blicka framåt!

De flesta har säkert hört att ett bolags värde rent teoretiskt baseras på alla framtida kassaflöden diskonterade till ett rimligt avkastningskrav. Det är den akademiskt korrekta modellen, och vi rekommenderar faktiskt alla att någon gång bygga en diskonterad kassaflödesanalys från grunden. Inte för att använda den i sin vardagliga analys, utan för att övningen tydliggör hur känslig modellen är för små justeringar i sina antaganden. Ändrar du tillväxten eller avkastningskravet med bara en procentenhet kan riktkursen i många fall flytta sig dramatiskt. Det är en nyttig insikt som påminner en om att värdering inte är någon exakt vetenskap.

Det kanske mest värdefulla rådet inom

all bolagsvärdering är att inte fastna i perfektion. Modeller med 20 antaganden är inte nödvändigtvis bättre än modeller med tre, om de bygger på vaga eller osäkra ingångsvärden. Det är bättre att förstå affärsmodellen, kassaflödet och riskerna ordentligt än att sträva efter decimalprecision. Just därför använder vi och många investerare "enkla" metoder. Talesättet "om du vill få gud att skratta, berätta om dina planer" stämmer in även här.

När du väl har skapat dig en bild av bolagets framtida vinster behöver du bestämma vilket avkastningskrav som är rimligt. Avkastningskravet är i grunden den minsta accepterade avkastningen som investerare godkänner och bör spegla både bolagets risknivå och det ränteläge som råder. I praktiken använder man sig ofta av den 10-åriga statslåneräntan (t.ex. den amerikanska om en stor del av verksamheten är där) samt en riskpremie. Stabilare bolag i mogna branscher förtjänar ett lägre avkastningskrav, medan cykliska och skuldsatta verksamheter kräver en högre förväntad avkastning för att vara intressanta.

Nu är det dags för processens sista steg – nämligen att applicera en rimlig vinstmultipel på bolaget. Tabellen vi har lyft

fram är långt ifrån någon absolut sanning, utan ska snarare användas som riktmärke. Bolagets livslängd har satts till 15 år, vilket möjliggör att man med en antagen vinsttillväxt kan skapa sig en uppfattning om vad som är ett motiverat P/E-tal givet olika avkastningskrav. Det viktiga här är inte exaktheten, utan förståelsen för spännvidden och den logik som ligger bakom.

Vi kan ta speloperatören Betsson som exempel som de senaste tio åren har ökat vinsten med drygt 8% per år i snitt (CAGR) och där antalet utestående aktier inte har ändrat nämnvärt under perioden. Om vi gör bedömningen att Betsson kommande 15 år kan öka vinsten med 5% i snitt årligen och sätter avkastningskravet till 15%, landar det motiverade P/E-talet på cirka 8x.

Sammantaget kräver bolagsvärdering att man förstår sig på hur en verksamhet genererar omsättning och vinst, men den verkliga konstformen ligger i att projicera framtida vinster och att välja ett rimligt avkastningskrav för att kunna applicera en rimlig multipel. Förhoppningsvis har denna utbildning åtminstone hjälpt en del av er att komma igång med bolagsanalysen – vi ses i orderböckerna! ■

Tillväxt	Avkastningskrav				
	5%	10%	15%	20%	25%
<b>25%</b>	79	48	31	21	15
<b>20%</b>	51	32	21	15	11
<b>15%</b>	34	22	15	11	8
<b>10%</b>	22	15	11	8	6
<b>5%</b>	15	11	8	6	5
<b>0%</b>	10	8	6	5	4

Motiverat P/E-tal med olika avkastningskrav och vinsttillväxt givet 15-års livslängd



## KONTAKTA OSS

### Adress

Stockpicker AB  
Strandvägen 7A  
114 56 Stockholm

### Kundtjänst - E-post

staff@stockpicker.se

### Prenumeration - E-post

staff@stockpicker.se

### Kundtjänst - Telefon

08-662 06 69

## Stockpicker följer hårda etiska regler

Samtliga medarbetare på Stockpicker följer pressens etiska regler. Vi har vidare förstärkt de pressetiska reglerna med ytterligare etiska paragrafer där samtliga parter förbinder sig att inte utnyttja eventuell förhandsinformation på ett sätt som kan påverka bolagets goda namn och rykte.

## Vidaredistribution förbjuden

Vidaredistribution av Stockpicker Newsletter är förbjuden enligt lagen om upphovsrätt. I fall då vidaredistribution ändå genomförs och kommer till vår kännedom kommer en polisanmälan att göras. Tillhör ni en aktiespargrupp, en förening eller ett företag där flera personer vill få tillgång till Stockpicker Newsletter via E-post? Då finns alltid möjlighet att få mängdrabatt. Kontakta kundtjänst så löser vi detta. För redan påbörjade prenumerationer förbehåller sig Stockpicker AB rätten att inte återbetala inbetalda prenumrationsavgifter.

## Uteblivet Newsletter?

Om du som prenumerant vid enstaka tillfälle inte får ett nummer av Stockpicker Newsletter på grund av tekniska problem eller annat ber vi dig att skicka ett mail till oss på [staff@stockpicker.se](mailto:staff@stockpicker.se) så skickar vi på nytt det senaste numret. Beakta dock att det ibland förekommer driftsstörningar som kan försena utskicket. Kontrollera därför gärna även med din Internetleverantör.

Du vet väl också att du alltid kan ladda ner det senaste numret av Stockpicker Newsletter från vår hemsida. Gå bara in under "Mina sidor" och logga in med din E-postadress och ditt lösenord så har du tillgång till både det senaste numret och arkivet med gamla SPNL-nummer. Allt som behövs är en Internetuppkoppling! Du loggar in på hemsidan via <http://www.stockpicker.se>. Det senaste numret läggs alltid ut på hemsidan samtidigt som det skickas ut via mail. Därigenom får du tillgång till Stockpicker Newsletter samtidigt som alla andra även om du skulle vara bortrest!

## Adressändring

För att ändra adress eller för att uppdatera övriga kontaktuppgifter för olika prenumrationsärenden: Gå in på <http://www.stockpicker.se>. Gå sedan in under "Mina sidor" med hjälp av din E-postadress och ditt personliga lösenord. Genomför sedan ändringen under "Ändra kontaktuppgifter".

## Synpunkter?

Saknar du något i Stockpicker Newsletter? Har du förslag på förbättringar? Vi strävar alltid efter att göra en så bra och spännande tidning som möjligt och tar gärna emot nya idéer.

Graferna som visas i Stockpicker Newsletter är hämtade från Infront.

FÖLJ STOCKPICKER PÅ

