

Månadsrapport april 2026

Kavaljer Quality Focus

+2,1%
avkastning april 2026

+18,5%
avkastning fem år



Månadskommentar

Revanschmånad på börsen

April blev en mycket stark börs månad efter den ytterst svaga utvecklingen under mars. Breda Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) steg med 5,0% och världsindex (Dow Jones Global Index) med hela 9,9%. Småbolagsindex (Carnegie Small Cap Return Index Sverige) var initialt under april riktigt starkt, men föll tillbaka något under slutet och landade på +4,7%.

Variationer i börsens "humör" skapar lägen i nya sektorer

Strategin i vår förvaltning kan enkelt beskrivas med att äga bolag som bevisat sig vara av hög kvalitet genom stark finansiell historik i kombination med att det finns fog för att anta att även framtiden ser ljus ut. Ett viktigt och avgörande tillägg är att bolagen i fråga även ska vara attraktivt värderade.

På ett övergripande plan brukar man tala om att börsen kan gestaltas av "Mr. Market" som är manodepressiv – ena dagen är han manisk och ser bara uppsida och potential, medan andra dagen är han depressiv och ser bara nedsida och risker. Detta formar grunden till börsens kraftiga rörelser, både uppåt och nedåt.

I realiteten agerar Mr. Market inte bara på börsen som helhet, utan även i olika "fickor" av densamma där hans humör kan skilja sig åt väsensskilt.

Dessa rörelser skapar återkommande möjligheter att ta hem vinster i övervärderade bolag och investera i kvalitetsbolag som tillfälligt tappat marknadens förtroende.

Ett sådant läge ser vi idag inom medicinteknik. Under covid-eran drevs värderingarna upp av strukturell tillväxt, ESG-flöden, extremt låga räntor och tillfälliga efterfrågeeffekter. Idag är bilden den motsatta: högre räntor, normaliserad efterfrågan och ökad kostnadspress i sjukvården har lett till lägre dämpad tillväxt och i synnerhet klart lägre värderingar.

Kombinationen av lägre tillväxt och högre diskonteringsränta har pressat värderingarna, trots att den fundamentala utvecklingen i många bolag fortsatt vara stark.

Vi har hittat två sådana bolag (Bonesupport och Xvivo) vars verksamheter ser mer lovande ut än någonsin och vars värderingar ändå slaktats och nu blivit mycket attraktiva. I detta brev kommer vi att gå igenom dessa bolag och varför vi nu tror oss se två mycket attraktiva lägen.

Fondfakta

Startdatum	Augusti 2019
Riskenivå	5 av 7
Antal innehav	25-40
Handel	Dagligen
Fondbetyg (Morningstar)	★★★★★
Kategori	Sverige, små/medelstora bolag
SFDR klassificering	Artikel 8
AUM	969 miljoner SEK
Förvaltningsavgift	A-klass (1,25%) I-klass (0,75%)
Total avgift	A-klass (1,59%) I-klass (1,08%)
ISIN A-klass	LU1232457504
ISIN I-klass	LU1232457686
Förvaltare	Peter Lindvall, Håkan Telander & Jesper von Koch

Riskmått

	3 år	5 år
Alfa	2,75	3,7
Beta	0,83	0,82
Sharpe-kvot	0,25	0,16
Standardavvikelse	15,16	18,33

Riskmått för A-klass

Fondens utveckling

Avkastningen för Kavaljer Quality Focus uppgick under månaden till +2,1%. Under de senaste 5 åren uppgår fondens avkastning till +18,5%, jämfört med +38,1% för Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI), men ynka +0,2% för småbolagsindex.

Störst positivt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Storytel, Proact IT och Xvivo. Störst negativt bidrag bland fondens innehav under månaden hade RVRC, Nederman och Green Landscaping.

Förändringar och innehav

Fonden har under månaden minskat innehaven i Storytel och RVRC (men där vi köpte tillbaka efter rapportnedgången). Dessutom har vi ökat i Carasent, Swedencare, Green Landscaping, Vitec, BTS Group och CAG Group.

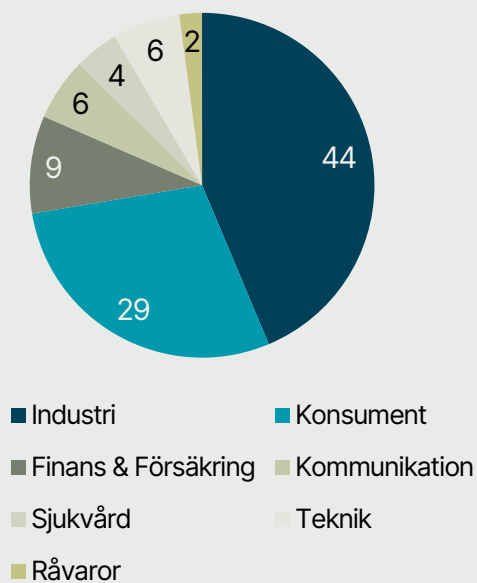
Aktieandelen var 98%.

20 största innehaven, %

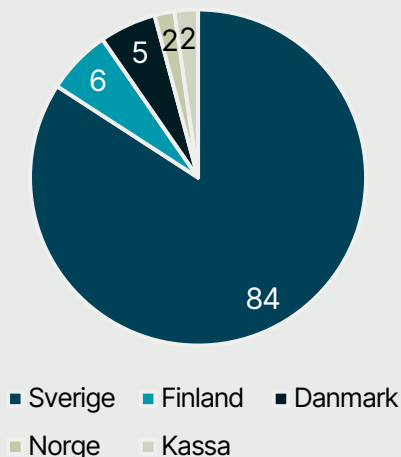
Storytel	5,2
Securitas	4,7
Carasent	4,6
New Wave	4,2
Proact IT Group	4,2
Swedencare	3,8
Revolutionrace	3,7
Huhtamäki	3,5
Bravida Holding	3,4
Ratos	3,3
Alligo	3,3
Bonesupport	3,2
Inwido	3,2
Brdr. A&O Johansen	2,9
Xvivo Perfusion	2,9
ITAB Shop Concept	2,8
Valmet	2,7
Dometic Group	2,6
Idun Industrier	2,6
Pandora	2,6

Totalt antal portföljinnehav	36
Topp-20 % av totalen	69,2

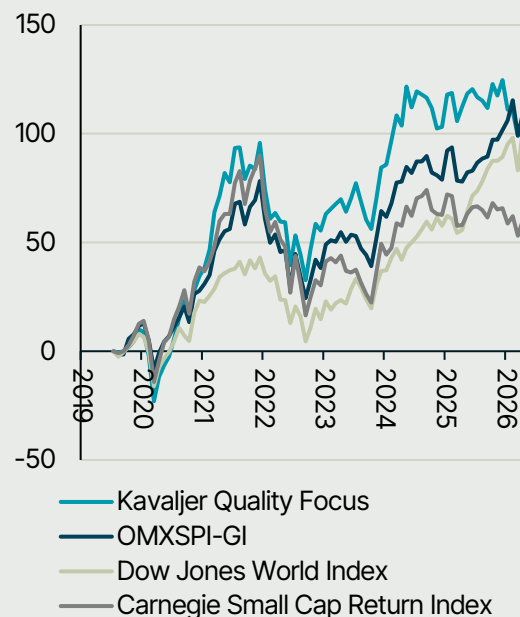
Branschfördelning i %



Geografisk fördelning i %



Avkastning efter avgifter, %



Bäst och sämst – månadens bidragsgivare

Bolag	Avkastningsbidrag
Storytel	0,7%
Proact IT	0,6%
Xvivo	0,6%
RVRC	-0,6%
Green Land.	-0,4%
Nederman	-0,4%

Fördjupade tankar kring våra innehav

Securitas: De två senaste rapporterna stärker vår investeringstes

Efter en stark Q4 som infriande marginalmålet på 8% EBITA var även Q1-rapporten ytterligare ett steg i rätt riktning – nu 21 kvartal i rad med lönsamhetsförbättringar.

Den underliggande tillväxten är även den hälsosam och förhoppningen om att bolaget kan lyfta tillväxten inom Teknik & Lösningar till 6-7% från dagens 4-5% tror vi att aktien kan få ett uppsving.

Tillväxten i vinst per aktie (VPA) accelererar i takt med att engångskostnader klingar av. VPA före engångsposter uppgick till 2,47 kr i Q1, upp 16% år-över-år, i linje med spåret mot ~13-14 kr för helåret. Kassaflödet var starkt och nettoskuld/EBITDA om 2,2x är fullt hanterbar och förväntas minska ytterligare under året.

Renodlingen fortsätter och portföljoptimeringen i Europa och Iberoamerika väntas avslutas under Q2 – flygplatsverksamheten är nu borta. Bolaget är i princip klart med renodlingsperioden, vilket innebär färre engångseffekter och justeringar som hittills dolt det välmående bolag som hela tiden funnits under ytan.

Vi bedömer fortsatt att den historiska värderingen om 16-17x nettovinsten är rimlig och då är nuvarande P/E 11-12 (justerat för förvärvsrelaterad avskrivning) fortsatt väldigt billigt. Därför är Securitas fortsatt ett av våra största innehav.

Securitas utgör 4,7% av Kavaljer Quality Focus.

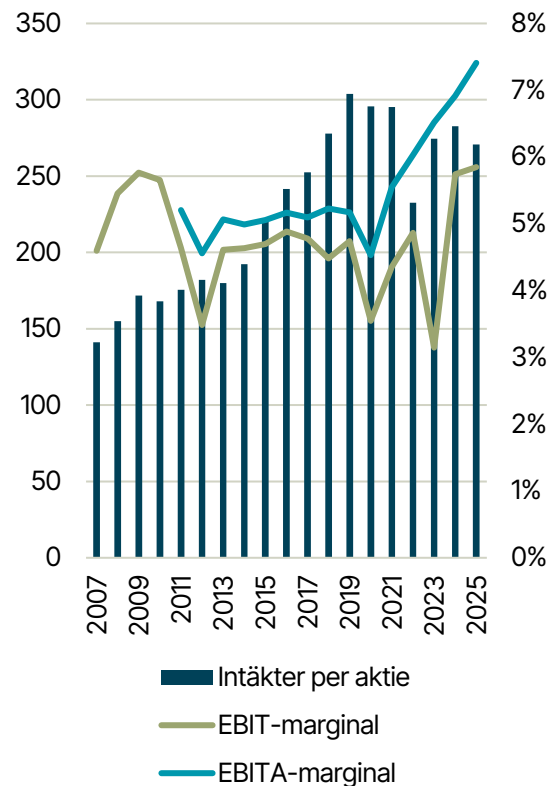
BTS Group: Volatil börskurs, men vår ursprungstes håller än

Q4-rapporten var som väntat svag, men utsikterna framåt är lovande. Aktien har tyngts av oro för att AI ska göra bolagets simuleringlösning till en i mängden. Vi ser den risken annorlunda.

BTS har en sällan skådad finansiell historik – i realiteten har bolaget bara exponerats mot en lågkonjunktur, och det enda större operativa missen (Nordamerika) åtgärdades snabbt. VD:n är i vår mening duktig: hon drev Nordamerika-verksamheten framgångsrikt under lång tid och har visat god förståelse för AI tidigt och positionerat bolaget väl. Osäkerheten kring henne ligger sannolikt i de problem man nyligen haft i Nordamerika, men denna del verkar nu ha vänt till tillväxt igen.

Vår syn på disruptionsrisken från AI bygger på att BTS i grunden är ett konsultbolag, där simuleringen historiskt varit det som differentierat erbjudande; inte en fristående mjukvaru-plattform som man försökt sälja in på premisen att kunder ska vilja simulera massor av saker.

Securitas: Lönsamheten fortsätter att stärkas



Tidsperiod	1 mån	Hittills i år	1 år	3 år	5 år	Sedan start*	Årlig snittavkastning
Kavaljer Quality Focus	2,1%	-9,6%	-4,4%	20%	19%	103%	12,2%
OMXSPI-GI	5,0%	3,7%	17,6%	35%	38%	112%	13,0%
Dow Jones World Index	9,9%	6,4%	29,3%	63%	50%	106%	12,5%
Carnegie Small Cap Return Index	4,7%	-3,3%	1,4%	11%	0%	62%	8,1%

* 5 augusti 2019

BTS Group: Fortsättning

Det värsta tänkbara scenariot är alltså inte att BTS:s plattform blir obsolet, utan att simuleringen blir så enkel att skapa att andra konsultfirmor bygger egna lösningar och integrerar dem på samma sätt. Konsekvensen skulle vara press på prissättning och lönsamhet – men vi bedömer att detta, även i ett pessimistiskt scenario, ligger flera år bort.

Det intressanta är vad som händer dessförinnan. Vi tror att BTS kommer att operera med överlönsamhet under en period: man behåller och växer intäkter samtidigt som AI möjliggör betydande kostnadsbesparingar i backoffice för underhåll av simplattformen. En eventuell negativ intäkts- och lönsamhetseffekt kommer alltså, om den materialiseras, först efter att bolaget genomgått en period av ovanligt hög lönsamhet.

Slutläget vore att BTS blir ett "vanligt" konsultbolag med en integrerad simplattform – precis som konkurrenterna. Men på nuvarande värdering prissätts man redan som en billig konsult med låg lönsamhet, utan att marknaden tillgodoräknar det mellanliggande skedet.

Tajningsmässigt ser vi därför en rimlig möjlighet att det om 2–3 år finns ett läge med höga intäkter och stark lönsamhet (kanske kring 20% EBITA-marginal) till en hygglig multipel – säg 13x EBITA. Det innebär en mångdubbling från dagens nivåer.

BTS utgör 2,1% av Kavaljer Quality Focus.

Storytel: Stark motståndskraft mot Spotify-intåg

Storytel fortsätter att visa fina och stabila kvartalsrapporter med hygglig tillväxt och förbättrad lönsamhet. Elefanten i rummet är naturligtvis Spotifys intåg på ljudboksmarknaden i Norden och hur detta ska påverka Storytel.

I vårt månadsbrev för november 2025 skrev vi följande:

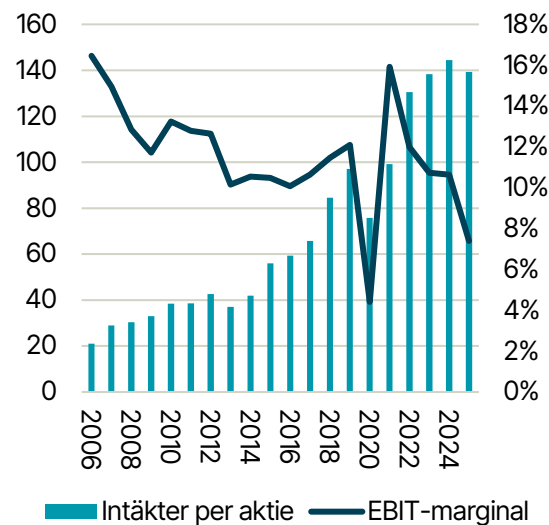
”Utan att vilja sia om hur det kommer att spela ut sig på längre sikt tror vi att marknaden, när den ser Storytels starka vinsttillväxt under nästkommande 18-24 månader, kommer att ta ut segern för Storytel i förskott. Vi tror då att marknaden kommer att belöna Storytel med högre vinstmultipel.”

Aktien handlades vid detta tillfälle i drygt 70kr och nådde inför Q1-rapporten över 100kr. Vi tycker att vår tes från i november spelar ut sig som vi tänkt och i synnerhet tyckte vi att bolagets fina nykundsintag i Norden under Q1 var ett styrketecken i den viktiga Spotify-frågan. Vi tror därför att tesen kan fortsätta spelas ut framgent.

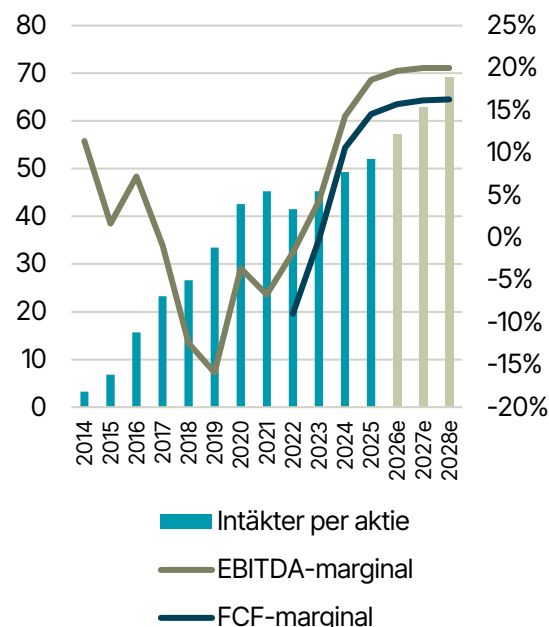
Dessutom kommer Storytel att byta lista till huvudlistan i sommar och sannolikt lär bolaget då initiera ett återköpsprogram, samtidigt som man har råd att fortsätta med förvärv av förlagsverksamheter.

Även om vi sålt av lite av vårt innehav vid kurs över 100kr är Storytel fortsatt vårt största innehav och utgör 5% av Kavaljer Quality Focus.

BTS Group: Djup men sannolikt temporär svacka med tydlig återhämtning 2026



Storytel: Tillväxten förväntas fortsätta med hög och stabil lönsamhet



Genomgång: Xvivo – Golden Standard på G inom organ donation

Endast ~20% av donerade organ används idag, samtidigt som bara ~10% av patienterna får ett organ. Xvivo adresserar detta genom maskinperfusion – teknologi som håller organ vid liv utanför kroppen längre, vilket möjliggör bättre matchning, bättre utfall och mer flexibel logistik.

Bolaget erbjuder även lösningar för organutvärdering (t.ex. lungor via EVLP), vilket ökar andelen transplanterbara organ. Affären är affärskritisk för sjukvården och adresserar ett strukturellt globalt underskott på organ.

Tydliga konkurrensfördelar och höga inträdesbarriärer

Xvivo har flera starka konkurrensfördelar:

- Bättre kliniska utfall – högre överlevnad och längre förvaringstid av organet
- Kostnadsfördelar genom att undvika konkurrenters dyra transportsätt
- Unik teknologi inkl. avancerade perfusionsvätskor som är svåra att replikera
- Regulatoriska godkännanden, vilket skapar höga inträdesbarriärer

Nuvarande alternativ ger kort överlevnadstid för organ, vilket begränsar matchning och nyttjande. Xvivos lösningar adresserar detta direkt.

Hög andel återkommande intäkter och hög bruttomarginal

Xvivo omsätter cirka 0,8 miljarder SEK (2025) med en EBITDA-marginal på 20%. Bruttomarginalen på 75% skapar bra hävstång vid tillväxt. Modellen är en s.k. rakhyvel/rakbladsmoell där kunden först köper ett lite dyrare system, för att sedan kontinuerligt köpa förbrukningsartiklar med hög marginal.

Intäktsfördelningen per organtyp domineras idag av Lungor (USA) med ~65% av intäkterna, sen Lever (Europa) med ~25% och Njure (EU + USA) ~7%.

Kraftig investeringsfas bakom – hög skalbarhet framgent

Sedan start har Xvivo återinvesterat i princip hela vinsten i uppskalning av produktionen, samt kliniska studier och regulatoriska godkännanden – något som hållit tillbaka kassaflödet. Från 2028/2029 väntas investeringsnivån minska i takt med att fler godkännanden erhålls, vilket lär förbättra kassaflödet.

Närtida godkännande för Hjärta – en game-changer för bolaget

Det enskilt viktigaste caset är bolagets hjärtlösning, särskilt i USA. Produkten förlänger bevaringstiden från ~4 till ~15 timmar, vilket möjliggör större geografisk matchning och driver ökad transplanteringsvolym.

Marknaden är mycket attraktiv: hjärttransplantationer är ~50% fler än lungor i USA och priset är ~10x högre – vilket gör hjärta till en mycket större affär.

Huvudkonkurrenten TransMedics har tydliga nackdelar: dyr logistik (privatjet) och sämre kliniska utfall, ofta med behov av ECMO. Xvivos lösning är både billigare och kliniskt bättre, vilket skapar starka incitament att byta.

Viktiga studiedata väntas i slutet av april, följt av potentiellt EU-godkännande i juni och USA i mitten av nästa år. På bara ett år i Australien/Nya Zeeland, utan formellt godkännande, nådde produkten hela 28% och är efter 3 år 40%.

Accelererad tillväxt ger kraftig vinstexpansion

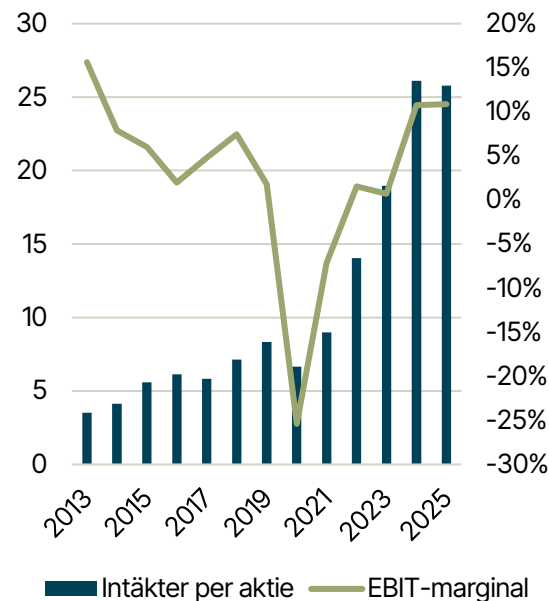
Vi bedömer att kärnverksamheten (lunga, lever, njure) kan växa 15–20% årligen. Samtidigt ser bolaget hjärta som framtida huvuddrivare, med potential att utgöra majoriteten av intäkterna inom fem år.

Det implicerar intäkter om ~3 mdr SEK 2030 (från ~0,8 mdr SEK idag). Givet hög bruttomarginal ser vi god skalbarhet, med EBIT kring 1 mdr SEK vid 33% marginal.

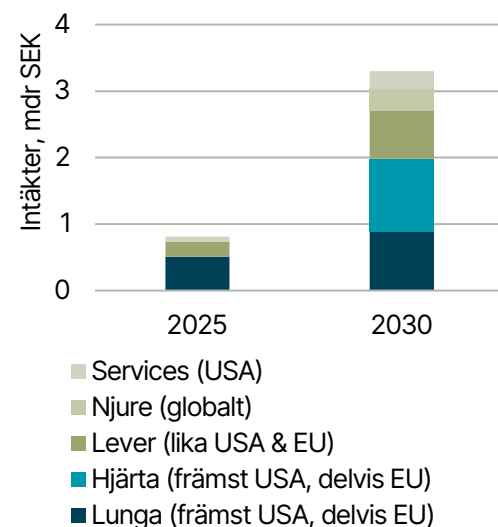
Detta innebär ca 8x EBIT och en potential för mångdubbling av aktiekursen.

Xvivo utgör 3,0% av Kavaljer Quality Focus.

Xvivo: Snabb lönsam tillväxt – som sannolikt bara har börjat



Inflektion från Hjärta i USA från mid-2027 kan ge mångdubbelt så stort bolag 2030



Genomgång: Bonesupport – Golden Standard inom benrekonstruktion

Bonesupport är ett svenskt medicinteknikbolag som utvecklar biokeramiska bengraftsubstitut (Cerament) för behandling av benhålrum vid frakturer och infektioner. Produkten ersätter traditionellt autograft, där ben tas från patienten, och möjliggör istället en injicerbar lösning som både fyller hålrummet och levererar antibiotika lokalt. Resultatet är kortare vårdtider, lägre kostnader och bättre kliniska utfall (inga infektioner vilket leder till färre komplikationer inkl. amputationer).

Produktportföljen består av tre varianter: Cerament BVF (utan antibiotika), Cerament G (antibiotikatypen gentamicin, godkänd i USA sedan 2022) och Cerament V (antibiotikatypen vancomycin, FDA-ansökan inlämnad dec'25).

Stark tillväxt och skalbar modell

Sedan 2017 har omsättningen ökat mer än tiofaldigt och bolaget nådde lönsamhet 2023. EBIT-marginalen överstiger idag 20% med bruttomarginal nära 93%, vilket ger betydande operationell hävstång. Vid fortsatt tillväxt bedöms marginaler om 40%+ vara möjliga på sikt. Bolaget har dessutom nettokassa, vilket ger flexibilitet kring kapitalallokering.

Stor och tidigt penetrerad marknad

Marknaden för bengraftsubstitut är omfattande, men syntetiska alternativ har fortfarande låg penetration. I USA, som står för ~80% av intäkterna, är prissättningen väsentligt högre än i Europa och utgör huvudmotorn i tillväxten.

Adoptionen är i ett tidigt skede: bolaget har bearbetat en begränsad del av adresserbara sjukhus och utbildat en bråkdel av ortopederna, med en adoptionscykel på flera år. Detta innebär att befintlig pipeline ännu inte är fullt penetrerad. Utöver kärnsegmentet öppnas nya tillväxtben inom revisionskirurgi, ryggkirurgi samt geografisk expansion (bl.a. Indien).

Tydliga konkurrensfördelar och vallgravar

Bonesupport har en stark vallgrav i form av klinisk evidens (140 000+ patienter och 350+ studier), vilket är avgörande i en konservativ, evidensdriven marknad. Därtill kommer patentskydd till mitten av 2030-talet samt en regulatorisk first-mover-position i USA, där bolaget definierat en ny produktkategori. Detta skapar höga inträdesbarriärer för konkurrenter.

Katalysatorer

Den viktigaste kortsiktiga drivaren är ett potentiellt FDA-godkännande av Cerament V under 2026, vilket inte ingår i bolagets guidning.

Ytterligare triggars inkluderar:

- Publicering av SOLARIO-studien (kan förändra behandlingsstandard)
- Kapitalmarknadsdag med fokus på expansion till Ryggrad
- Fortsatt snabb tillväxt i USA under lång tid

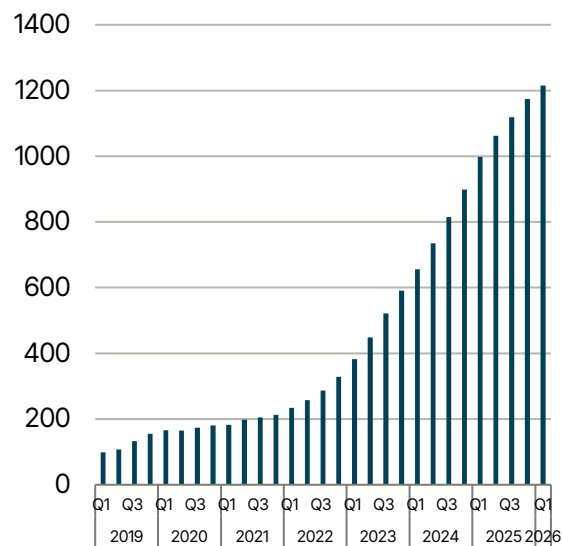
Värdering tar inte höjd för långvarig förutsägbar tillväxt

På 2027 års prognoser handlas bolaget kring EV/EBIT ~21,5, vilket sedan förväntas falla till knappt 14x för 2028. Givet tillväxtprofil, marginalpotential och starka konkurrensfördelar anser vi att detta är för lågt för ett kvalitetsbolag.

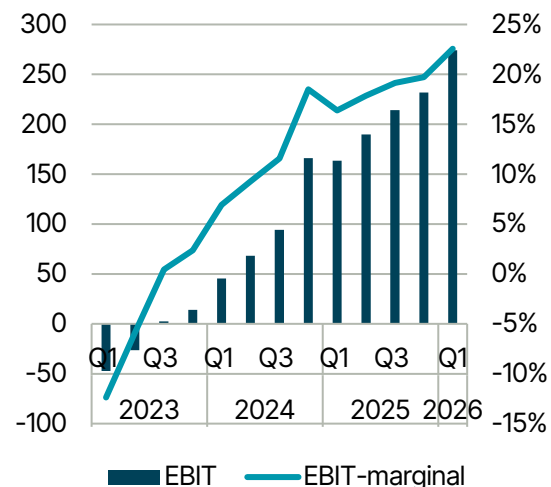
Den höga blankningen (~11%) saknar enligt vår bedömning en tydlig fundamental tes och kan i sig utgöra ett framtida köptryck.

Bonesupport utgör 3,1% av Kavaljer Quality Focus.

BoneSupport: Tillväxten snabb och tickar som en klocka



Skalbar affärsmodell med ökande lönsamhet när intäkter växer



"The best opportunities are usually found where others aren't looking."

Peter Lynch