

Månadsrapport februari 2026

Kavaljer Investmentbolagsfond

+2,1%
avkastning februari 2026

+36,0%
avkastning fem år



Månadskommentar

Storbolagsuppgången fortsätter, blandat för småbolag

Februari innebar fortsatt mycket stark utveckling för storbolagsindex medan småbolagsindex endast visade en mindre uppstuds – med stora variationer mellan bolag. Breda Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) steg med 4,5% och världsindex (Dow Jones Global Index) med +1,5%.

Samtidigt har uppgången på Stockholmsbörsen inte varit bred. Endast ca 30% av aktierna i OMXSPI har stigit i år. Trots känslan av att "börsen rusar" är alltså majoriteten av svenska aktier ned hittills under året.

Fondflöden skapar rekordstor diskrepans i bolagsvärderingar

Sedan halvårsskiftet i fjol har stora utflöden ur småbolagsfonder skapat ett påtvingat säljtryck, där fonder tvingas sälja aktier som de egentligen är positivt inställda till. Varje påtvingad försäljning i illikvida småbolag får stor påverkan eftersom köpsidan redan består av tilltufsade småsparare som inte längre orkar "köpa dippen" – med extra stora rörelser på rapportdagar som följd.

Serieförvärvare operationellt starka men hålls tillbaka av multipelkontraktion

Många småbolagsfonder har varit överviktade i serieförvärvare, vilket gjort dessa bolag till "likviditetskuddar" vid fondutflöden. Rent operationellt visar de svenska serieförvärvarna dock på underliggande motståndskraft, med ett försiktigt ljusnande marknadsläge, god organisk orderingång och förbättrade marginaler.

Stora svängningar i substansrabatter bland investmentbolagen skapar lägen

Det senaste året har inneburit stora svängningar i substansrabatt/-premie bland börsens investmentbolag. Medan förmågan att växa substansvärdet över tid är det viktigaste kriteriet – kan tajmingen av substansrabatter utgöra en viktig faktor för extraavkastning. Investor handlas exempelvis idag till rekordlåg rabatt samtidigt som bolagets tre största noterade innehav (ABB, Atlas Copco och Saab) handlas till rekordnivåer.

Så medan vi passar på att minska i Investor ser vi lägen på andra ställen, inte minst i Latour vars värdering är lägre än på många år samtidigt som dess innehav står starka.

RISKINFORMATION: Informationen i detta månadsbrev utgör inte investeringsrådgivning. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonderna kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. Innan investering bör du läsa fondens faktablad och informationsbroschyr.

Fondfakta

Startdatum	Maj 2018
Riskenivå	4 av 7
Antal innehav	25-40
Handel	Dagligen
Fondbetyg (Morningstar)	★★
Kategori	Global, Sverige
SFDR klassificering	Artikel 8
AUM	832 miljoner SEK
Förvaltningsavgift	A-klass (0,3%) C-klass (1%)
Total avgift	A-klass (0,56%) C-klass (1,19%)
ISIN A-klass	LU1777968246
ISIN C-klass	LU2838471790
Förvaltare	Peter Lindvall, Håkan Telander & Jesper von Koch

Riskmått

	3 år	5 år
Alfa	-3,17	-4,72
Beta	0,75	0,95
Sharpe-kvot	0,46	0,35
Standardavvikelse	10,28	14,71

Riskmått för A-klass

Fondens utveckling

Kavaljer Investmentbolagsfond utvecklades positivt under månaden med +2,1% under månaden. Under de senaste 5 åren uppgår fondens avkastning till 36%, jämfört med 59,5% för Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) och 57,8% för Världsindeks (Dow Jones).

Störst positivt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Industrivärden, Investor och Linc. Störst negativt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Prosus, Svolder och Microsoft.

Förändringar och innehav

Fonden har under månaden minskat innehaven i Investor, Industrivärden och Lundbergs. Dessutom har vi ökat i Bure Equity.

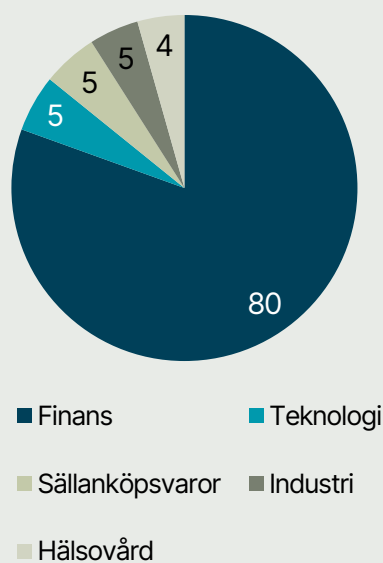
Aktieandelen var 99%.

20 största innehaven i %

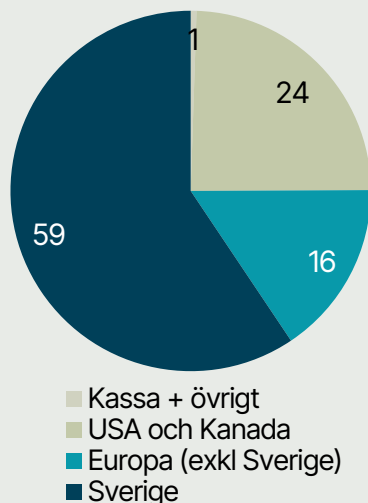
Investor	7,9
Berkshire Hathaway	7,4
Svolder	6,4
Latour	6,1
Ratos	6,1
Industrivärden	5,5
Markel	4,7
Fairfax Financial Holdings	4,7
Lundberg	4,6
Prosus	4,6
Danaher	4,3
Linc	4,1
HBM Healthcare	3,9
LVMH	3,8
Microsoft	3,2
Byggmästaren AJ Ahlström	2,9
VNV Global	2,8
Idun Industrier	2,7
Bure Equity	2,1
Vitec	2,1

Totalt antal portföljinnehav	27
Topp-20 andel av totalen	89,9

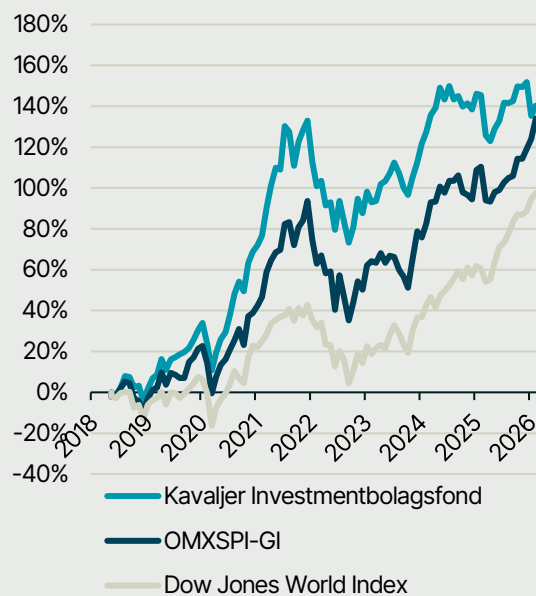
Branschfördelning i %



Geografisk fördelning i %



Avkastning efter avgifter



Bäst och sämst – månadens bidragsgivare

Bolag	Avkastningsbidrag
Industrivärden	0,8%
Investor	0,8%
Linc	0,7%
Prosus	-0,4%
Svolder	-0,4%
Microsoft	-0,2%

Fördjupade tankar kring våra innehav

Bure Equity: Sällan har Bure varit billigare

Bure avslutade 2025 med ett substansvärde per aktie om SEK 267,2, motsvarande en minskning om 19,8 % för helåret. Under det fjärde kvartalet isolerat föll substansvärdet med 2,8 %. Den negativa trenden har fortsatt in i det nya året – per den 18 februari 2026, samma dag som Q4-rapporten publicerades, hade substansvärdet per aktie sjunkit ytterligare 12,8 % sedan årsskiftet.

Bakgrunden till den svaga utvecklingen kan härledas till att merparten av de noterade portföljbolagen redovisade markant lägre vinster under 2025. I kombination med ett svagt sentiment för teknologiaktier och utflöden ur småbolagsfonder har marknaden inte dragit sig för att straffa flera av Bures innehav hårt. I skrivande stund uppgår rabatten till drygt 14 %. Det är en hög nivå relativt historiken, men givet ovanstående inte helt överraskande.

Under hösten/vintern 2025 investerade fonden i Bure (en längre genomgång går att [läsa här](#)), efter att den historiska premien försvunnit och bolaget började handlas till rabatt.

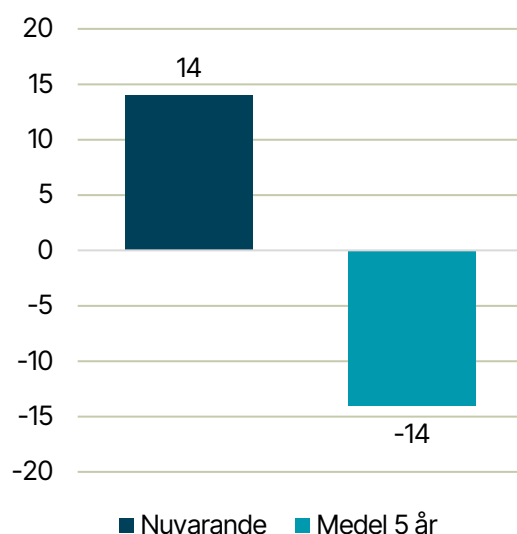
Under 2026 och framåt finns det dock flera faktorer som talar för en vändning. För Xvivo väntas en återhämtning i transplantationsaktiviteten, medan Vitrolife är beroende av att den globala IVF-cykeltillväxten tar fart igen. Ryggraden i portföljen, Mycronic, fortsätter att leverera relativt väl: 2025 var ett rekordår för såväl ordergång som nettoomsättning. Därtill pågår utvecklingen av en helt ny produktlinje inom halvledarinspektion, som väntas bredda den adresserbara marknaden ytterligare.

Den kanske mest spännande händelsen att följa under det kommande året är en eventuell börsnotering av Silex Microsystems. Silex är en global ledare inom så kallade MEMS-gjuterier – det vill säga tillverkning av halvledare med mekaniskt rörliga komponenter. I november 2025 meddelade Silex styrelse att man utforskar möjligheten att notera bolaget på Nasdaq Stockholm.

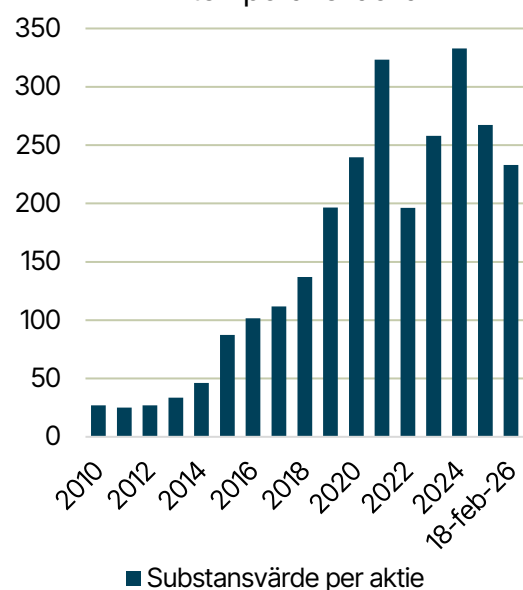
I dag är bolaget bokfört hos Bure till inköpspriset om 900 MSEK, vilket motsvarar 5% av substansvärdet – men en börsnotering skulle kunna synliggöra att bolaget i själva verket är värt betydligt mer.

Bure utgör 2,1% av Kavaljer Investmentbolagsfond

Bure: Rabatt/Premie %



Lång och fin historik men temporär svacka



Tidsperiod	1 mån	Hittills i år	1 år	3 år	5 år	Sedan start*	Årlig snittavkast.
Kavaljer Investmentbolagsfond	2,1%	-3,6%	-2%	24%	36%	140%	13,0%
OMXSPI-GI	4,5%	6,8%	11%	43%	60%	119%	12,6%
Dow Jones World Index	1,5%	4,7%	23%	66%	58%	98%	10,0%

*maj 2018

Investor: Ytterligare ett starkt år, men till ett högre pris

För det fjärde kvartalet ökade Investors justerade substansvärde med 6% och totalavkastningen för B-aktien uppgick till 13%, jämfört med Stockholmsbörsens 6%. Helåret 2025 blev sammantaget starkt: justerat substansvärde ökade med 14% och totalavkastningen för B-aktien landade på 15%, att jämföra med SIXRX-index på 13%.

Vi börjar bli vana vid att Investor levererar en god avkastning. Den genomsnittliga årliga totalavkastningen för Investors B-aktie har de senaste 20 åren varit 15,1% jämfört med Stockholmsbörsen som under samma period avkastat 10,0% årligen.

Substansrabatten har krympt till knappt 4%, långt under det historiska snittet om 15% på 10 år och 11% på 5 år. Den reducerade rabatten har historiskt bidragit positivt till aktiens utveckling, men med flera noterade och högt värderade innehav nära ATH är det rimligt att anta att den draghjälp är mer begränsad framöver.

Investor är fortsatt ett välskött bolag med god riskspridning – men priset för den kvaliteten är idag högre än på länge. Vi har därför valt att minska i Investor något under månaden.

Investor utgör 7,9% av Kavaljer Investmentbolagsfond

Ratos: Renodlingen fortsätter

Ratos redovisade en organisk försäljningstillväxt om 3% i det fjärde kvartalet, med stöd från affärsområdet Construction & Services. Samtidigt var marginalerna svagare i samtliga affärsområden. Den justerade EBITA-marginalen pressades, främst till följd av lägre lönsamhet inom Industrial Services, där investeringar i automation i Speed Group samt en utmanande geografisk mix i Knightec påverkade resultatet.

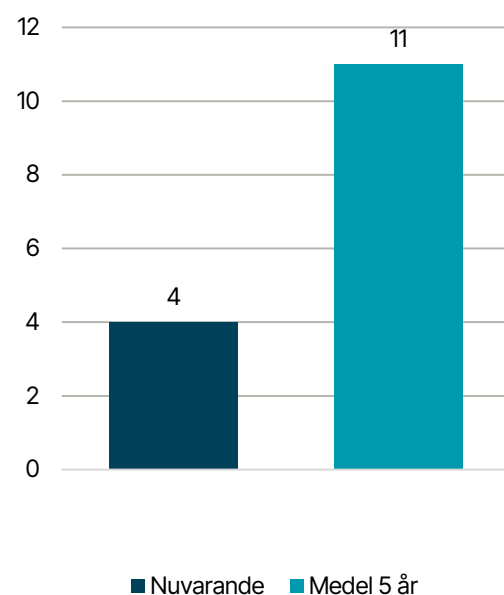
Kvartalet belastades även av en goodwillnedskrivning om 1 miljard kronor i Plantasjen samt en negativ resultateffekt om 795 MSEK i samband med avyttringen av Expin. Bolaget förvärvades 2022 under dåvarande VD Jonas Wiström som en del av Ratos satsning inom infrastrukturunderhåll och har varit en utmanande verksamhet sedan dess.

En fortsatt renodling välkomnar vi. Ratos redovisning är komplex och det är inte enkelt att som utomstående investerare bilda sig en tydlig helhetsbild av koncernen. Portföljen rymmer bolag av olika storlek, i skilda branscher och varierande affärsmodeller. Kvaliteten mellan innehaven varierar dessutom kraftigt. En fortsatt renodling och ökad transparens borde rimligtvis underlätta värderingen och göra investeringscaset ännu tydligare.

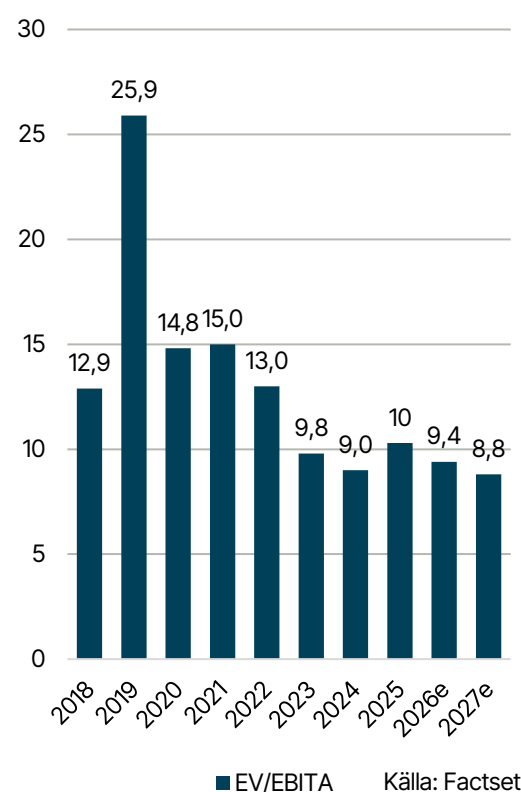
Den 19 mars presenterar Gustaf Salford och CFO Anna Vilogorac en ny strategi och nya finansiella mål på Ratos kapitalmarknadsdag i Stockholm. Vi förväntar oss ett mer fokuserat Ratos – med tydligare plattformstänk, färre bolag och en disciplinerad kapitalallokering. I det sammanhanget är återköp en fråga vi hoppas får mer utrymme.

Ratos utgör 6% av Kavaljer Investmentbolagsfond

Investor: Rabatt/Premie %



Ratos: Värdering på historiskt låga nivåer



Microsoft: AI-sentiment tynger

Microsofts aktie har fallit ned drygt 26% från toppnivåerna under 2025 – trots att bolaget levererar kvartal efter kvartal med stark tillväxt och stigande marginaler. Oron tycks kretsa kring den höga andelen nettoinvesteringar (CapEx) och exponeringen mot OpenAI. En växande grupp investerare ifrågasätter om Microsoft och andra hyperscalers verkligen bör investera så aggressivt i AI-infrastruktur.

Vi anser att narrativet kring AI-infrastruktur och CapEx är överdrivet och ser liknelser med hur marknaden historiskt straffat bolag som investerat aggressivt inför strukturella skiften, för att sedan belöna dem kraftigt när lönsamhetseffekterna materialiseras

Microsoft har en stark historik av att omvandla investeringar till lönsamhet. Jämför man Microsoft och Apple blir sambandet mellan investeringar och lönsamhet tydligt. Sedan 2021 har Apple investerat 67 miljarder dollar i CapEx, medan Microsoft investerat 265 miljarder dollar. Under samma period har:

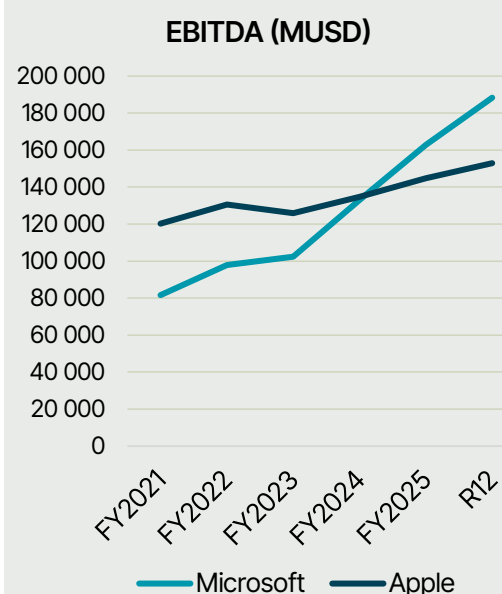
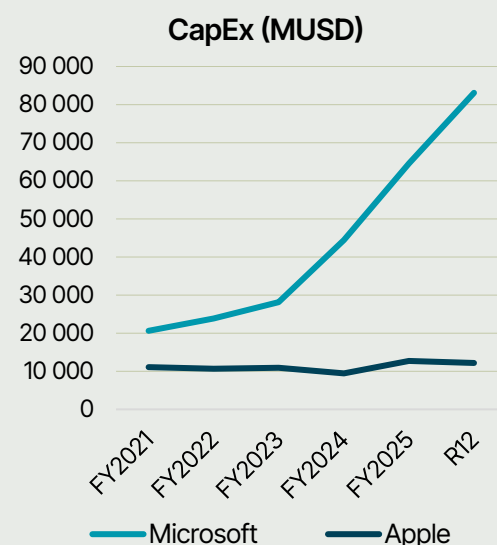
- Apples EBITDA ökat med 27%
- Microsofts EBITDA ökat med 130%

Microsoft har gått från att generera 67% av Apples EBITDA under 2021 till att nu överträffa Apple. I ljuset av detta framträder en tydlig bild över Microsofts exekveringsförmåga vad gäller att kunna kapitalisera på genomförda investeringar.

Kritiken mot Microsofts investeringstakt missar även två andra centrala sammanhang. För det första svarar investeringarna mot faktisk efterfrågan – ledningen har vid upprepade tillfällen konstaterat att efterfrågan överstiger tillgänglig kapacitet, och CapEx är ett svar på ett kapacitetsunderskott snarare än ett spekulativt vad. För det andra fortsätter marginalerna att expandera trots investeringarna: rörelsemarginalen uppgick till 47% i Q2 2026, upp 2% år över år, samtidigt som CapEx ökade 66%.

Lyfter man blicken framåt ter sig värderingen alltmer attraktiv. På 2027 års prognoser estimerar analytikeråren drygt 19 dollar i vinst per aktie – vilket innebär att Microsoft på kursen 498 dollar handlas till P/E 21. Det kan jämföras med bolagets 3- och 5-årsnitt om 34,6x respektive 33,5x.

Microsoft utgör 3,2% av Kavaljer Investmentbolagsfond



"Nothing changes sentiment like price."

Howard Marks

Mer information om fonden hittar ni på <https://kavaljer.se/>

Nacka Strand 4 mars 2026

Peter Lindvall, Håkan Telander, Jesper von Koch, Jakob Wahlberg