

Månadsrapport augusti 2026

Kavaljer Quality Focus

+2,7%
avkastning augusti 2026+16%
avkastning fem år

Månadskommentar

Stark börs månad och indikationer på att sentimentet för småbolagsaktier håller på att vända

Augusti blev en mycket stark börs månad där breda Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) steg med 1,9% och världsindex (Dow Jones Global Index) med +2,8%, samt småbolagsindex (Carnegie Small Cap Return Index Sverige) +2,6%. Vi ser nu tidiga tecken på att sentimentet håller på att bli mer positivt för kvalitativa småbolagsaktier.

Tecken på att permafrosten kring småbolag håller på att tina

Vi har länge talat om att storbolagen fått lite väl mycket kärlek medan kvalitativa småbolag hamnat i frysboxen och i många fall helt negligerats av marknaden.

Vår bästa förklaring har varit att i dagens osäkra omvärld är det naturligt att investerare söker sig till vad som upplevs som säkra kort – storbolag – samtidigt som man säljer mer "osäkra" småbolag. Det driver upp efterfrågan på storbolagsaktier och pressar småbolagsaktier, vilket i sin tur förstärker narrativet om att storbolag är trygga och småbolag riskabla. När småsparare dessutom ser att 1-årsgrafen ser stark ut för storbolag men svag för småbolag blir det lätt att flytta kapital från småbolagsfonder till indexfonder (som ju främst består av storbolag). Denna positiva feedback-loop kan pågå länge.

Även om storbolagsaktierna fortsatt går bra börjar vi se små men tydliga tecken på att institutionellt kapital börjar nosa på småbolagen. Vi märker detta i att mäklare från investmentbanker, som under en tid mest ringt för att de haft småbolagsaktier till salu, nu helt plötsligt börjat ringa med köpintresse.

Eftersom den stora motvinden för småbolagsaktier varit att det konstant funnits institutionellt säljtryck, så har nuvarande uppräckning potential att få upp många nedtryckta värderingar hos kvalitativa småbolag.

Vi har även tryckt på att dagens aktiemarknad är mycket styrd av kortsiktig resultatutveckling, dvs kräver att vinstutvecklingen ser bra ut för att få en aktie att stiga. Som vi skrev om i förra månadsbrevet börjar vi nu se tecken på en bättre konjunktur. Denna förbättring tror vi kommer leda till en efterlängtd intäkstillväxt som leder till bättre lönsamhet, vilket ihop lär ge en mycket stark vinststillväxt.

Vi får se, men just nu tycker vi oss se en intressant kombination av att vinststillväxten i småbolag kommer igång och att det institutionella köpintresset börjar komma. Vi ser därför med tillförsikt framemot börshösten.

Fondfakta

Startdatum	Augusti 2019
Riskenivå	4 av 7
Antal innehav	25-40
Handel	Dagligen
Fondbetyg (Morningstar)	★★★★
Kategori	Sverige, små/medelstora bolag
SFDR klassificering	Artikel 8
AUM	1 031 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	2,23	4,30
Beta	0,86	0,83
Sharpe-kvot	0,52	0,13
Standardavvikelse	15,23	18,15

Riskmått för A-klass

Fondens utveckling

Kavaljer Quality Focus utvecklades starkt, med +2,7% under månaden. Under de senaste 5 åren uppgår fondens avkastning till +16%, jämfört med +34% för Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) och -6% för småbolsindex.

Störst positivt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Vitec, AOJ och Valmet. Störst negativt bidrag bland fondens innehav under månaden hade RevolutionRace, New Wave och Catella.

Förändringar och innehav

Fonden har under månaden sålt innehavet i Protector Forsikring, samt minskat innehavet i Storytel. Dessutom har vi ökat i RevolutionRace, Proact, ITAB, Securitas, New Wave, Firefly och ChemoMetec.

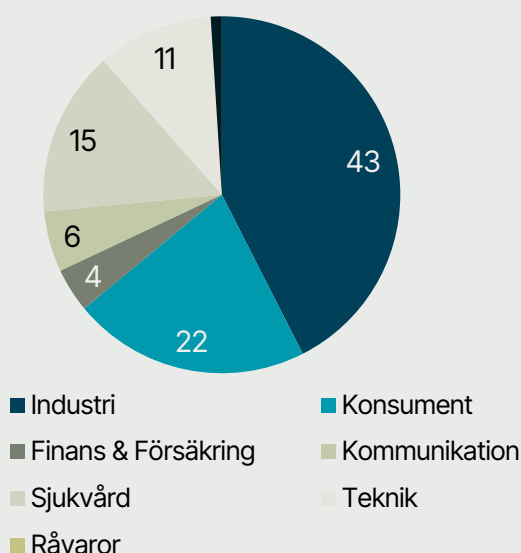
Aktieandelen var 99%.

20 största innehaven, %

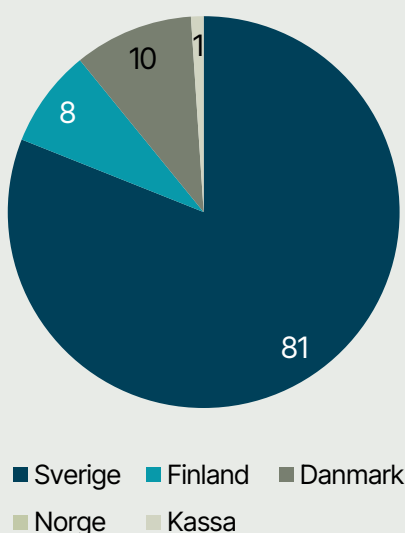
Carasent	4,7
Proact IT Group	4,6
Securitas	4,6
Storytel	4,4
Revolutionrace	4,2
New Wave	4,2
Inwido	4,1
Valmet	4,1
Nederman	4,0
Huhtamäki	4,0
ITAB Shop Concept	3,9
Pandora	3,9
Ratos	3,6
Swedencare	3,5
Brdr. A&O Johansen	3,5
Xvivo Perfusion	3,4
Bonesupport	3,2
Bravida Holding	3,0
Alligo	3,0
ChemoMetec	2,5

Totalt antal portföljinnehav	32
Topp-20 % av totalen	76,2

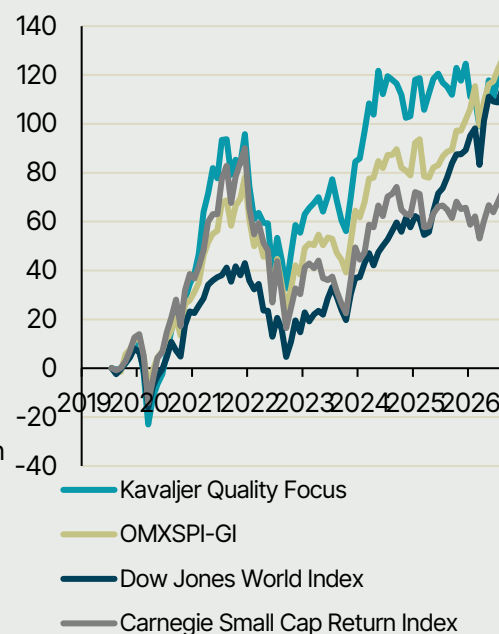
Branschfördelning i %



Geografisk fördelning i %



Avkastning efter avgifter



Bäst och sämst – månadens bidragsgivare

Bolag	Avkastningsbidrag
Vitec	+0,5%
Brdr. A&O Johansen	+0,5%
Valmet	+0,5%
RVRC	-0,4%
New Wave	-0,3%
Catella	-0,2%

Fördjupade tankar kring våra innehav

ITAB: Den våta ägarfilten äntligen borta

För 3 år sedan meddelade John Fredriksen sin avsikt att lämna Aeternum Capital, vilket fick ITAB att rasa på börsen. Anledningen var att Fredriksen, via Aeternum, ägde nästan 16% av ITAB. Sedan dess har marknaden alltså "vetat" att John Fredriksen via bolaget WQZ Investments Group kommer att sälja dessa aktier, vilket skapat en "våt filt" över ITAB-aktien. Under augusti sålde Fredriksen sina sista drygt 5% av bolaget, bland annat till Kavaljer Quality Focus.

När detta stora och konstanta säljtryck på aktien nu är borta bedöms chanserna som goda för att aktien ska repa sig.

Itab utgör 3,9% av Kavaljer Quality Focus

Xvivo: Efterlängtad godkännande för Hjärta i Europa

Under augusti blev Xvivos lösning för att underlätta hjärtransplantationer (XHAT) CE-märkt, vilket innebär att produkten blir godkänd för europeiska sjukhus att köpa.

XHAT förlänger bevaringstiden av ett hjärta som ska doneras från ~4 till ~15 timmar, vilket möjliggör större geografisk matchning och driver ökad transplantationsvolym.

Marknaden är mycket attraktiv: hjärtransplantationer är ~50% fler än lungor i USA och priset är ~10 ggr 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 (maskin tar över hjärtats funktion och är väldigt dyr). XHAT är både billigare och kliniskt bättre, vilket skapar starka incitament att byta.

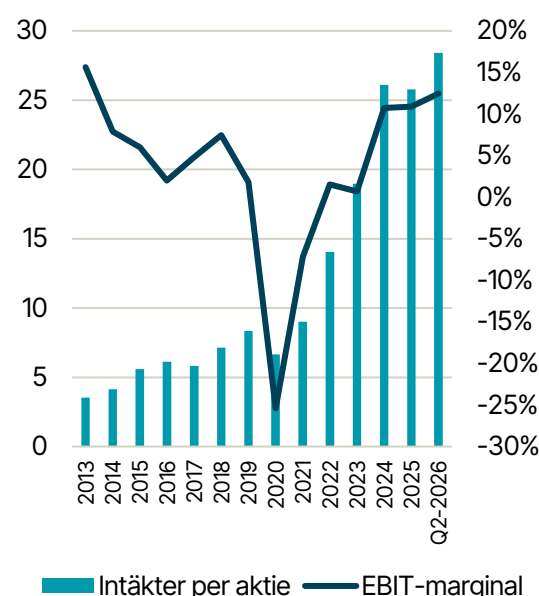
På bara ett år i Australien/Nya Zeeland, utan formellt godkännande, nådde XHAT hela 28% penetration (40% två år senare), vilket tyder på att läkarna skriker efter Xvivos lösning. Med ett formellt godkännande nu på plats i Europa lär detta ge en fin acceleration i tillväxten.

Godkännande i USA för hjärta blir det absolut viktigaste för Xvivo. Detta förväntas i mitten av 2027, och sannolikheten för detta bedöms hög med tanke på 1) riktigt starka studieresultat i april, 2) CE-märkningen i Europa, samt 3) att amerikanska läkemedelsmyndigheten FDA nyligen beslutade att utvidga Xvivos pågående amerikanska studie, vilket tyder på att de är nöjda.

I övrigt köptes en konkurrent (OrganOx, duktiga inom njure/lever) nyligen upp till en värdering på 20 gånger försäljningen. På samma sätt bedöms Xvivo vara ett intressant uppköpsobjekt på grund av sin styrka och dominans inom lunga och sannolikt snart hjärta.

Xvivo utgör 3,4% av Kavaljer Quality Focus

Xvivo: Snabb historisk lönsam tillväxt - som sannolikt bara har börjat



Tidsperiod	1 mån	Hittills i år	1 år	3 år	5 år	Sedan start*	Årlig snittavkast.
Kavaljer Quality Focus	2,7%	0,1%	4,5%	33%	16%	125%	14,0%
OMXSPI-GI	1,9%	12,2%	20,1%	54%	34%	130%	14,5%
Dow Jones World Index	2,8%	13,3%	20,4%	66%	55%	120%	13,6%
Carnegie Small Cap Return Index	2,6%	3,9%	4,4%	31%	-5,8%	74%	9,4%

* 5 augusti 2019

Brdr. A&O Johansen: Starka Q2-rapporter för såväl AOJ som för förvärvade Elektroimportören

Brdr. A&O Johansen levererade en mycket stark rapport för andra kvartalet. Organisk tillväxt var +10% jämfört med huvudkonkurrenten Solar med +1%, vilket innebär att AOJ fortsätter att ta marknadsandelar. Även lönsamheten förbättrades från 6,2% till 6,7% EBITDA.

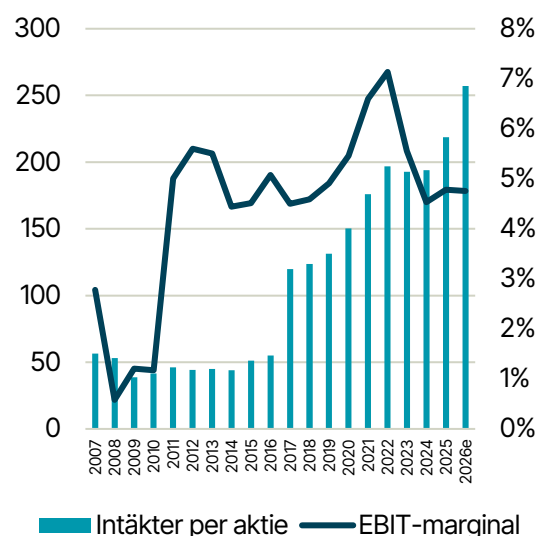
Helårsprognosen höjdes även den. EBT-prognosen behölls men inkluderar 20MDKK i integrationskostnader av Elektroimportören så underliggande höjdes med 7%. För andra halvåret förväntas en tillväxt på 9% men att lönsamheten ska ned jämfört med ifjol, vilket bedöms vara för pessimistiskt.

Även det förvärvade Elektroimportören AS lämnade en fin rapport. Intäkter växte med 6% (+2% i jämförbara butiker) och lönsamheten förbättrades från 11,1% till 13,5% EBITDA.

Sedan dess har bolaget även gett en uppdaterad helårsprognos som inkluderar Elektroimportören. Mittpunkten av detta (exkl. engångskostnader för integration på 20MDKK) landar på 9DKK i vinst per aktie. Viktigt att addera är att Elektroimportören då endast är inkluderad från slutet av augusti och exkluderar därför 2/3 av året och ca 31MDKK i EBIT, dvs 9% av guidad EBIT. Vinst per aktie pro forma (inkl. helåret för förvärvet) är alltså ca 10DKK per aktie och därför P/E 10. Detta bedöms vara för lågt givet att 2026 ändå får anses visa lågkonjunkturvinster.

Brdr A&O Johansen utgör 3,5% av Kavaljer Quality Focus

AOJ: P/E 10 inkl. förvärvet på lågkonjunkturvinster



Nederman: Vändningen i orderläge äntligen här – tillväxt och marginalexpansion på G

Nederman lämnade en rapport som vid en första anblick av intäkter och lönsamhet var åt det svagare hållet (intäkter -3,7%, EBITA-marginal 8,3% jämfört med 11,0% ifjol), men där en stark orderingång (+6,3%) gjorde att helhetsintrycket var klart positivt. Orderingången var bred då samtliga affärsområden såg stigande orderingång. Detta antyder att botten är nådd för bolagets intjäning och att tillväxt väntas framöver.

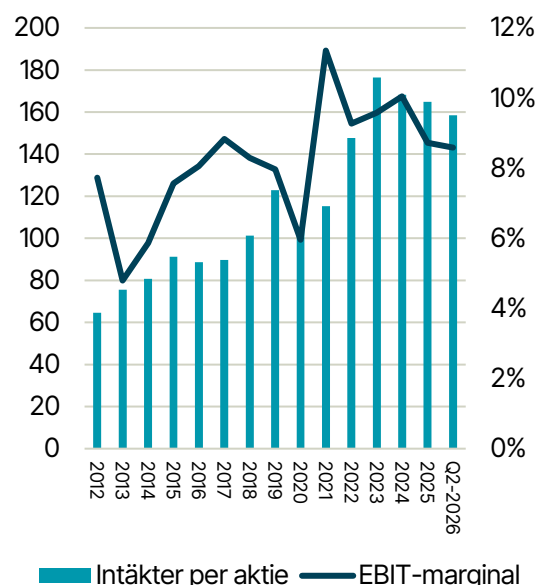
När tillväxten kommer igång bedöms en kraftig förbättring av lönsamheten vänta, främst till följd av högre intäkter på en relativt konstant kostnadsbas. Sedan 2022 har bolaget dessutom genomfört en rad marginaalförbättrande åtgärder, i synnerhet en ny produktions- och logistikanläggning i Helsingborg. Effektiviseringsåtgärderna har tydligt burit frukt genom att bruttomarginalen gått från 36-38% mellan 2016-2023, för att sedan driftsättningen av nya logistikanläggningen 2024 ha stigit till mellan 39-40%.

Från att order läggs tar det typiskt 6-9 månader till att intäkter bokas. Därför kan det bli ett par till rapporter åt det svaga hållet, men därefter bör intäkter börja växa. Då bedöms lönsamheten kunna förbättras snabbt och successivt, varpå vinsttillväxten kommer att bli stark.

Nederman handlas idag till P/E 19 för 2026-estimatet (i linje med historiskt snitt), trots bottenvinster. Så när vinsttillväxten kommer igång bedöms fler åter se Nederman som ett intressant kvalitetsbolag, varför P/E-talet lär bestå, samtidigt som vinsten per aktie ökar kraftigt. Nederman bedöms därför vara lite extra intressant just nu, och fonden ökade sitt innehav efter rapporten.

Nederman utgör 4,0% av Kavaljer Quality Focus.

Nederman: Imponerande historisk vinsttillväxt men temporär svacka. I Q2 vände äntligen orderingången.



Catella: Stora förändringar sker under ytan. Aktien bortglömd men vi tror att aktien vaknar efter årsskiftet.

Fastighetsfondförvaltaren Catella har gått mycket svagt på börsen. Bolaget i sig har utvecklats ungefär som väntat, men fastighetsmarknaden har varit svag lite längre och bolagets nya ledning har inte varit lika tydlig med sin riktning eller gällande kapitalallokering som investerare hade hoppats. Tilltron till Catella-aktien kvarstår dock, och det går att se vad som ska driva aktien uppåt.

Nya vd:n bedöms se nuvarande kostnadsbas som helt för stor och har under sitt första år lyft på varenda sten för att se vad som kan effektiviseras och stramas åt, med målet att kostnadsbasen ska ner betydligt. Vissa åtgärder är redan synliga (t.ex. OPEX inom IM minskade med 15% under andra kvartalet), men bedömningen är att mycket återstår och att Catella kommer att kapa stora fasta kostnader under resten av 2026. Dessa kostnadsbesparingar kommer sannolikt innebära betydande engångskostnader under tredje och fjärde kvartalet.

Fokus under hösten ligger på intern effektivitet, men ett förvärv i början av 2027 känns troligt. Det bedöms positivt då det skulle spåda ut overhead-kostnaderna på en större intäktsbas och förbättra lönsamheten. Catella erbjuder idag främst fastighetsfonder inom Core, det vill säga med omkring 5% avkastningskrav, ett erbjudande som är attraktivt i en nollräntemiljö men inte när styrräntor stiger, vilket är en viktig anledning till den svagare AUM-utvecklingen de senaste åren. Därför bedöms Catella expandera till Value Add-segmentet (avkastning omkring 10%), sannolikt genom förvärv.

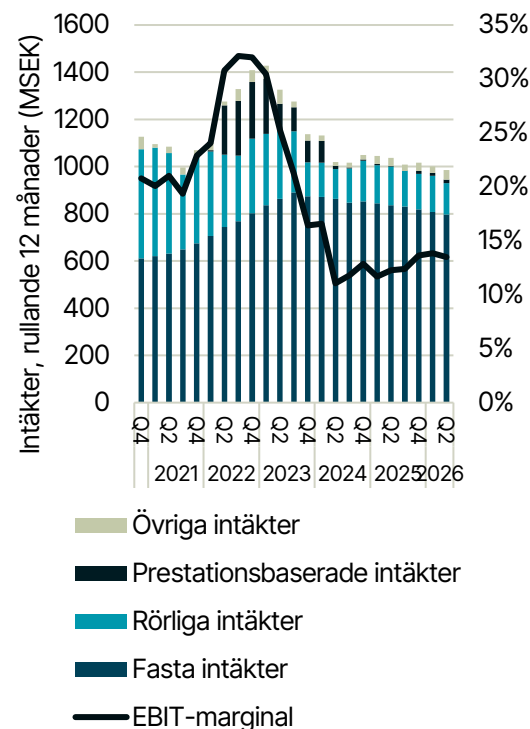
Räntekostnaderna väntas också minska, delvis redan från tredje kvartalet 2026 och fullt ut från andra kvartalet 2027. Första obligationen (526MSEK) löses in i september 2026 och andra (700MSEK) i mars 2027, möjligen ersatt av ett billigare banklån. Detta kommer minska räntekostnaderna kraftigt, vilket gör att en mycket större del av rörelseresultatet trillar hela vägen till nettovinst. Med tanke på bolagets starka balansräkning lär räntekostnaderna minska trots eventuella förvärv.

Catella är tydligt överkapitaliserat, och frågan om kapitalallokering, det vill säga extrautdelning eller mer återköp, kan sannolikt avgöras efter ett förvärv. Bolaget köper nu aktivt tillbaka egna aktier, men en betydande extrautdelning har också efterfrågats av investerare. Bedömningen är att styrelsen, innan man kan fatta beslut om detta, sannolikt behöver klarhet kring hur mycket som ska läggas på förvärv och vad som är en normaliserad nivå för sådd-investeringar inom IM. En kapitalstrukturstrategi bör komma när man landat i dessa frågor.

Sammantaget känns 4-5 kr i vinst per aktie och P/E 15 om tre år rimligt, vilket ger en god säkerhetsmarginal. Kombinationen av lägre kostnadsbas, förvärvsdriven intäktsstillväxt och lägre räntekostnader gör att vinsten per aktie lär växa väldigt starkt från 2027. När väl fastighetsmarknaden kommer igång och transaktionsaktiviteten i Tyskland ökar lär även rörliga intäkter öka och därmed få fart på den organiska tillväxten. Bedömningen är därför fortsatt att bolaget kan göra 4-5 kr i vinst per aktie 2029. Vid en kurs på 18 kr bedöms detta naturligtvis vara helt för billigt.

Catella utgör 2,3% av Kavaljer Quality Focus.

Catella Investment Management:
Svag marknad och minimal
aktivitet ger bottenintjäning



Carasent: Stark Q2 och robusta förbättringar i InfoSolutions-förvärvet

Journalsystemsleverantören Carasent levererade en stark kvartalsrapport. Organisk tillväxt av återkommande intäkter (ARR) var +15%. Nyförsäljningen var dessutom fin: "signerad men inte implementerad ARR" ökade sekventiellt från 4 till 6 MSEK, vilket bådar gott för kommande kvartal. VD sade även att den låga nivån av konsultintäkter under första och andra kvartalet är temporär och ska upp, ett mycket positivt besked. Lönsamheten fortsatte att förbättras och uppgick till 11% EBITDA-CAPEX jämfört med 3% ifjol.

MedSum (AI-transkribering) utvecklas riktigt bra: antalet användare har gått från 19 i januari till 300 nu, utan något kundtapp alls hittills. Det är tidigt, men riktningen är precis den man vill se i ett nytt produktben.

Dessutom noterades handlingskraftiga förändringar direkt för InfoSolutions-förvärvet. Dels har prishöjningar om i snitt 20% på de återkommande intäkterna nu annonserats till kunder, dels en personalkostnadsreduktion på 25% (10 MSEK/år). Prishöjningarna implementeras vid årsskiftet. Detta gör att InfoSolutions redan från årsskiftet lär uppvisa riktigt fin lönsamhet.

I Tyskland har man tillsatt en ny VD med stark meritlista av att sälja in ny produkt på ny marknad, relevant givet bolagets expansionsambitioner där.

Sammantaget en rapport som bekräftar tesen. Dels fin organisk tillväxt och positiva indikationer kring acceleration genom nya produktben och i Tyskland. Dels fortsatt marginalexpansion både organiskt och via kraftfulla åtgärder för det tidigare låglönsamma förvärvet.

Carasent utgör 4,7% av Kavaljer Quality Focus

Protector Forsikring: Stora insynsförsäljningar från huvudpersoner och en "mjukare marknad" gör att vi ställer oss på sidlinjen

Protector Forsikring har varit en stark bidragsgivare till fjolårets och årets avkastning. Bolaget har vuxit fint med hög och jämn lönsamhet, samt positiva indikationer om att Frankrike kan bli nästa tillväxt drivare.

På sistone har viss oro väckts av att bolaget beskrivit en "mjuknande marknad". Detta betyder att konkurrenter börjar släppa på lönsamhetskravet på nya kunder och börjar konkurrera på pris för att skapa tillväxt. Detta tenderar till att leda till antingen 1) fortsatt tillväxt men med lägre (för låg?) lönsamhet, eller 2) låg tillväxt då det alltid är någon konkurrent som kan tänka sig att gå lägre i pris.

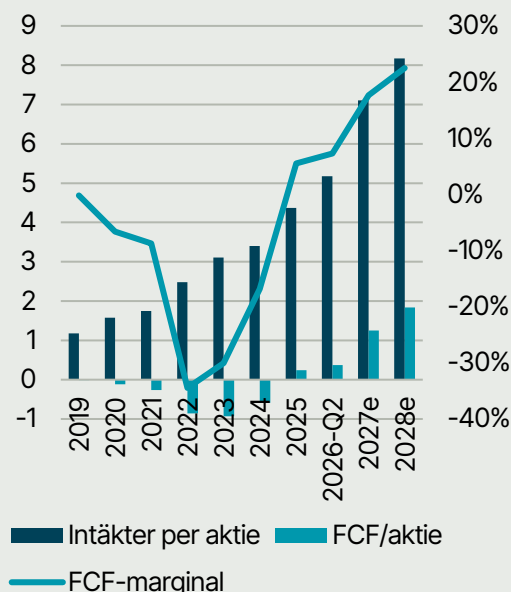
Dessutom har det varit stora insynsförsäljningar. I juli sålde VD och vice VD aktier för 49MNOK vardera, motsvarande 35% av bådars innehav. I augusti sålde även bolagets Investeringschef, som har en fantastisk avkastningshistorik, nästan halva sitt innehav (värt nästan 10MNOK). Att VD och vice VD säljer av efter en fantastisk resa väcker ingen oro, men det väcker oro när en insynsperson som är uppenbart duktig på att tjäna aktier säljer halva innehavet.

Därför har fonden sålt sina aktier och vi bevakar bolaget från sidlinjen.

Nacka Strand 2 september 2026

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

Carasent: Lönsamhet fortsätter skala med stabila kostnader men accelererande intäkstillväxt



You can't just be a contrarian — you have to be right."

Howard Marks

Mer information om fonden

Informationen nedan hittar ni på <https://kavaljer.se/>