Kavaljer

Månadsrapport oktober 2026

Kavaljer Investmentbolagsfond

+0,4%
avkastning oktober 2026

+15%
avkastning fem år



Månadskommentar

Oro kring AI-investeringar och Mellanöstern tyngde världsindex
Oktober blev en blandad börsmånad. Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) steg med 0,8%, medan världsindex (Dow Jones Global Index) föll med 1,8%. Kavaljer Investmentbolagsfond steg med 0,4%.

Världsindex tyngdes av två faktorer. Dels växte oron för att förväntningarna på nästan obegränsade AI-investeringar är överdrivna, vilket slog mot de högt värderade bolag som väntas gynnas mest. Dels höll oron i Mellanöstern energi- och fraktpriserna höga, vilket ökar många företags kostnader och späder på inflationsoron.

Hittills en blandad rapportsäsong – men de långsiktiga möjligheterna är intakta
Ratos, Beijer Alma, Thermo Fisher och Danaher levererade starka kvartal, medan Lifco och Alphabet föll kraftigt efter sina rapporter. Marknaden reagerar just nu starkt på enskilda besked och på snabbt skiftande berättelser kring AI. Längre fram i brevet går vi igenom vår syn på dessa bolag.

Glädjande nog ser industrikonjunkturen ut att fortsätta förbättras. Den positiva trend som skymtade under andra kvartalet har hållit i sig under det tredje, och inköpschefsindex för svensk industri steg i oktober till den högsta nivån sedan början av 2022. Det är välkommet med tanke på portföljens tydliga tyngdpunkt i industrisektorn. Latour släppte i dag, tisdag, en mycket stark rapport som vi återkommer till i nästa brev. Även inom hälsovården ser vi en tydlig förbättring. Aktiviteten ökar nu i hela värdekedjan för Life Science Tools-bolagen, vilket syns i både försäljning, orderingång och prognoser hos bland annat Thermo Fisher och Danaher.

Under oktober har vi ökat ytterligare i Latour och Svolder, som båda har stor exponering mot en industri på väg uppåt. Samtidigt har vi fortsatt att minska i Investor vars premie har fortsatt att öka under månaden.

Av de substansvärderade innehaven i fonden handlas omkring 80% till rabatt och 20% till premie. Viktat efter innehavens storlek i fonden uppgår den genomsnittliga substansrabatten till cirka 9%, efter att premierna i Investor och Industrivärden har räknats in. De största rabatterna finns i Prosus, Sonae HBM Healthcare och Linc.

Fondfakta

Startdatum	Maj 2018
Risknivå	4 av 7
Antal innehav	25-40
Handel	Dagligen
Fondbetyg (Morningstar)	★
Kategori	Global, Sverige
SFDR klassificering	Artikel 8
AUM	764 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 & Jakob Wahlberg

Riskmått

	3 år	5 år
Alfa	-3,74	-6,42
Beta	0,74	0,89
Sharpe-kvot	0,65	0,10
Standardavvikelse	10,18	12,99

Riskmått för A-klass

RISKINFORMATION: Informationen i denna månadsrapport 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.

Fondens utveckling

Kavaljer Investmentbolagsfond utvecklades positivt under månaden med 0,4%. Sedan start uppgår fondens avkastning till 155%, jämfört med 144% för Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) och 107% för Världsindex (Dow Jones).

Störst positivt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Fairfax Financial Holdings, Latour samt Ratos. Störst negativt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Alphabet, Lifco och Prosus.

Förändringar och innehav

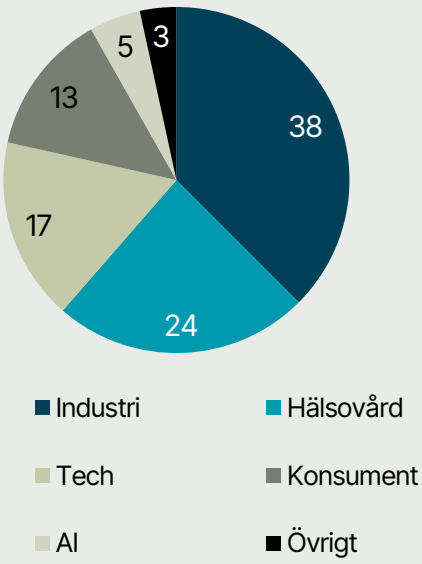
Fonden har under månaden ökat innehaven i Latour och Svolder samt minskat innehaven i Investor, Thermo Fisher, Danaher och Markel. Dessutom har fonden helt sålt sitt innehav i Vitec Software.

Aktieandelen var 97%.

20 största innehaven i %

Latour	7,2
Danaher	6,0
Berkshire Hathaway	5,8
Microsoft	5,6
Fairfax Financial Holdings	5,3
Investor	5,1
Svolder	5,0
Ratos	4,8
Industrivärden	4,7
Thermo Fisher	4,6
Markel	4,6
Prosus	4,5
Linc	4,1
Alphabet	4,0
HBM Healthcare Investments	3,8
Siemens AG	3,6
Bure Equity	3,1
LVMH	3,1
Lifco	2,9
BB Biotech	2,4
Totalt antal portföljinnehav	25
Topp-20 andel av totalen	90,2

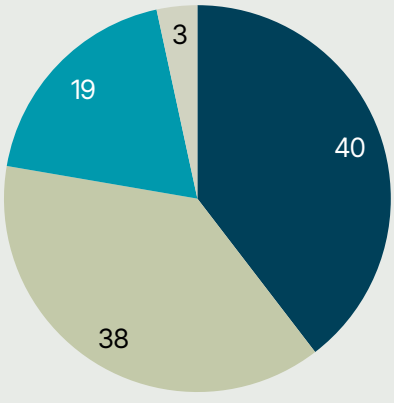
Branschfördelning i %



Avkastning efter avgifter



Geografisk fördelning i %



Bäst och sämst – månadens bidragsgivare

Bolag	Avkastningsbidrag
Fairfax Financial	0,7%
Latour	0,5%
Ratos	0,5%
Alphabet	-0,8%
Lifco	-0,4%
Prosus	-0,3%

Fördjupade tankar kring våra innehav

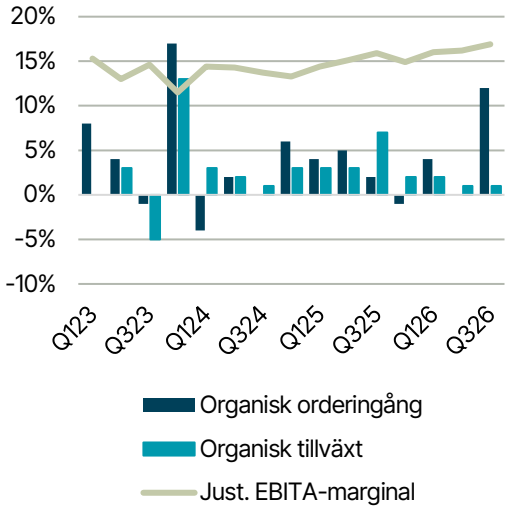
Beijer Alma: Stigande marginaler

Beijer Alma levererade en stabil rapport för det tredje kvartalet. Omsättningen ökade med 11 procent och EBITA med 18 procent. EBITA-marginalen steg till 16,9 procent, främst tack vare fortsatta marginalförbättringar inom Alcomex.

Alcomex har gått från negativ lönsamhet i början av 2025 till en tvåsiffrig rörelsemarginal under kvartalet. Orderingången är fortsatt stabil, även justerat för kvartalets engångseffekter. Även balansräkningen är fortsatt stark, med en nettoskuld på 1,4x EBITDA. Ledningen gav också uppmuntrande signaler om ytterligare förvärv under Q4. Beijer Alma handlas till drygt 14 gånger EV/EBITA för 2027, vilket vi bedömer som en attraktiv värdering.

Beijer Alma utgör 2% av Kavaljer Investmentfond

Beijer Alma: Kontinuerliga marginalförbättringar trots tuff marknad



Lifco: Kundtapp skapar oro inför 2027

Lifco föll kraftigt efter rapporten för det tredje kvartalet. Den stora nyheten var att en större kund inom kontraktstillverkningen lämnar bolaget från och med första kvartalet 2027. Kunden står i dag för cirka 5 procent av Lifcos totala försäljning och uppskattningsvis 3-4 procent av EBITA. Kunden har dessutom bidragit starkt till Lifcos organiska tillväxt under 2024 och 2025.

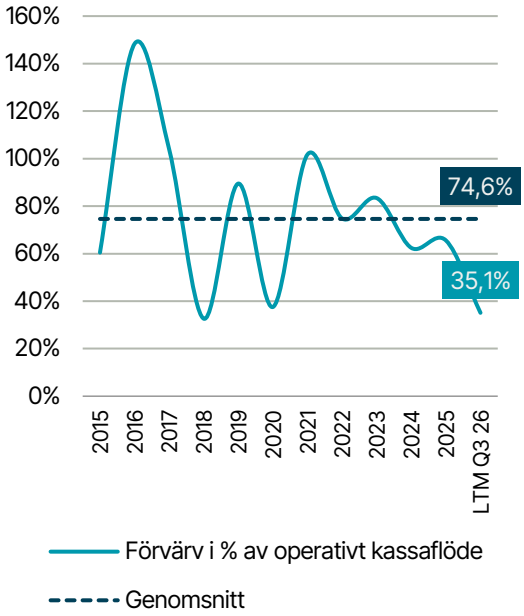
Lifco beskriver situationen som en isolerad engångshändelse, samtidigt som arbetet nu är inriktat på att kompensera för den volym som försvinner. Tidpunkten för beskedet är samtidigt olycklig. Lifcos återinvesteringsgrad har varit lägre i år än historiskt, samtidigt som de mer cykliska delarna av verksamheten, i synnerhet Demmolition & Tools fortsatt utvecklas ojämnt.

Förhoppningen om en återhämtning inom Demolition & Tools under 2027 riskerar därmed att dämpas av kundtappet, som adderar ytterligare en osäkerhetsfaktor inför året. Vi räknar med viss volatilitet i aktien tills effekterna av volymbortfallet, dess påverkan på marginalen och möjligheten att kompensera för det har blivit tydligare.

Vår långsiktiga syn på Lifco är däremot oförändrad. Vår bedömning är att Lifco har goda möjligheter att växa rörelsevinsten med åtminstone 10-12% per år under många år framöver.

Lifco utgör 2,9% av Kavaljer Investmentbolagsfond

Lifco: Lägre återinvesteringsgrad under senare tid, men vi har sett det förut



Tidsperiod	1 mån	Hittills i år	1 år	3 år	5 år	Sedan start*	Årlig snittavkast.
Kavaljer Investmentbolagsfond	0,4%	1,4%	2%	30%	14,8%	155%	14,0%
OMXSPI-GI	0,8%	11,3%	14%	61%	34,9%	144%	13,3%
Dow Jones World Index	-1,8%	9,6%	11%	73%	55%	107%	10,7%

**maj 2018*

Ratos: Ytterligare ett starkt kvartal

Ratos levererade en Q3-rapport som återigen överträffade marknadens förväntningar. Den organiska tillväxten uppgick till 6 procent och EBITA-tillväxten jämfört med föregående år blev hela 29 procent, vilket var drygt 15 procent bättre än analytikernas prognoser.

Kvartalet visade genomgående stark utveckling hos merparten av portföljbolagen. Plattformsbolagen (HL Display, Diab, Presis Infra och Knightec) fortsätter att utvecklas väl, samtidigt som icke-kärninnehav som Plantasjen visar att de genomförda effektiviseringarna ger effekt. Under konferenssamtalet hördes dessutom för första gången på länge mer positiva tongångar kring teknikkonsulten Knightec, som efter flera kvartal åter bidrog positivt till resultatet och stärkte Ratos marginal.

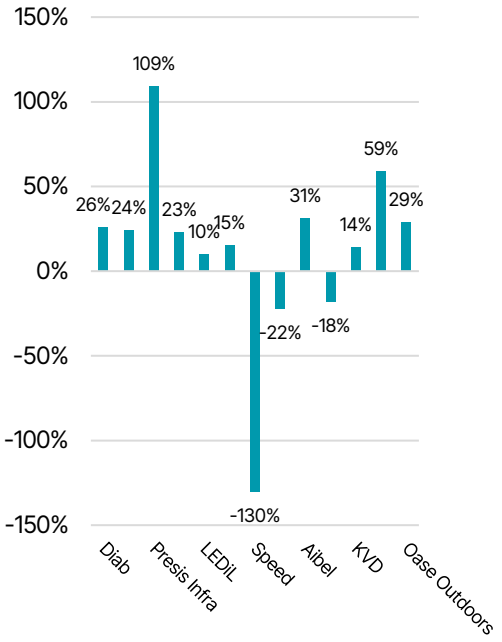
Precis som vi konstaterade i rapporten för andra kvartalet handlar det nu främst om att Ratos ska fortsätta leverera och steg för steg bygga upp en meritlista. Vd Gustaf Salford har hittills visat disciplinerad kapitalallokering, bland annat genom flera tilläggsförvärv i HL Display. Nästa stora uppgift är att genomföra de aviserade avyttringarna av icke-kärninnehaven Plantasjen, KVD och Oase Outdoors.

Ser man till vad marknaden faktiskt betalar för Ratos verksamheter framträder en tydlig värderingsrabatt. Ratos börsvärde är cirka 13,3 miljarder kronor och nettoskulden, exklusive leasing, 2,5 miljarder, vilket ger ett värde på verksamheterna (enterprise value) på knappt 15,8 miljarder kronor. Det kvarvarande innehavet på knappt 31 procent i börsnoterade Sentia var värt 2,7 miljarder vid kvartalets slut. Ratos andel av Aibels EBITA uppgick de senaste tolv månaderna till 310 miljoner kronor. Med en värdering på 7x EBITA motsvarar det ytterligare drygt 2,2 miljarder kronor.

När värdet av Sentia och Aibel räknas bort återstår cirka 10,9 miljarder kronor som marknadens värdering av Ratos majoritetsägda bolag. Dessa genererade de senaste tolv månaderna en EBITA på omkring 1,45 miljarder kronor efter centrala kostnader, varav de fyra plattformsbolagen stod för cirka 1,2 miljarder. Det innebär att de majoritetsägda verksamheterna värderas till drygt 7,5x EBITA. Vi anser att denna värdering är låg i förhållande till bolagens intjäning och utvecklingsmöjligheter och tror att aktien har mer att ge.

Ratos utgör 4,8% av Kavaljer Investmentbolagsfond

Ratos: EBITA-tillväxt per bolag, YoY %



Life Science Tools: Förbättrad efterfrågan

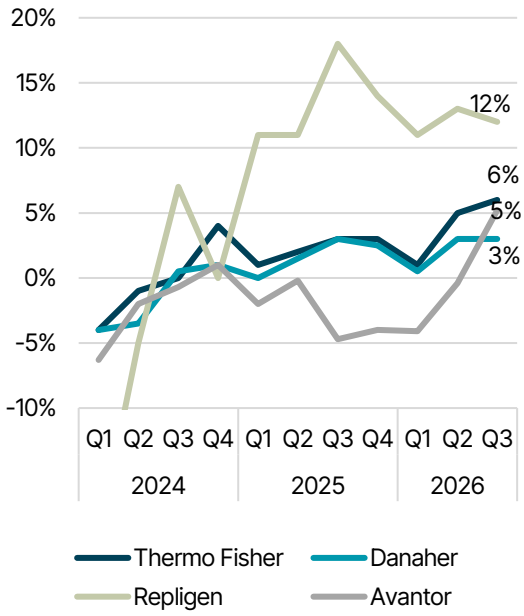
Utvecklingen inom Life Science Tools fortsätter att förbättras, med tydligare tecken på återhämtning inom biopharma. Thermo Fisher redovisade sin högsta organiska tillväxt på 15 kvartal, med särskilt god utveckling inom pharma och biotech. Danaher visade samtidigt fortsatt styrka inom bioprocessing, där orderingången var stark för tredje kvartalet i rad och ökade med omkring 15 procent.

Även andra bolag i sektorn, bland dem Repligen och Sartorius, pekade på ökad kundaktivitet, där återkommande förbrukningsvaror är den viktigaste tillväxtmotorn. Repligen rapporterade dessutom en växande orderbok för utrustning. Avantor, en av de största leverantörerna och distributörerna av laboratorieprodukter, höjde sin prognos för den organiska tillväxten. Den förbättrade kundaktiviteten syns alltså nu i såväl försäljning och order som prognoser.

Efter en snabb och kraftig kursuppgång på kort tid har vi dock valt att skala ned innehaven något.

Thermo Fisher & Danaher utgör 4,6% respektive 6% av Kavaljer Investmentbolagsfond

Organisk tillväxt



Alphabet: Starkt kvartal, men oro över kärnaffären

Alphabet rapporterade i oktober ett på de flesta punkter starkt kvartal. Intäkterna ökade med 25 procent till 127,6 miljarder dollar och rörelseresultatet med 30 procent. Google Search växte med 12 procent. Google Cloud mer än fördubblade sina intäkter till 30,7 miljarder dollar med en rörelsemarginal på 36 procent. Ändå föll aktien nära 13 procent dagen efter.

Kursreaktionen hade två förklaringar. Den första är en fortsatt misstro mot kärnaffären Search. Search växte bra, men takten bromsade in från 19 procent i början av året, och marknaden tolkar avmattningen som ett tecken på att generativ AI flyttar användare från sökresultat till direkta svar. Den andra är investeringstakten. Alphabet investerade 51 miljarder dollar, motsvarande 40 procent av intäkterna varför det fria kassaflödet blev negativt för andra kvartalet i rad.

Oron är samtidigt förståelig. De stora investeringarna innebär en risk för att avkastningen blir lägre än väntat. När Cloud växer binds också mer kapital än i Search. Samtidigt ger Clouds långa kundavtal stabilare och mer förutsägbara intäkter.

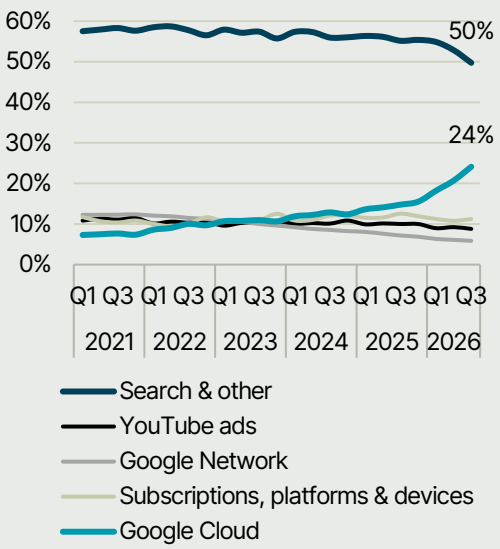
Den avgörande frågan är om Google kan tjäna lika mycket på AI-sökningar som på traditionell sökning. Å ena sidan kan AI ge färre klick och högre kostnad per sökning, vilket pressar lönsamheten. Å andra sidan kan AI göra det lättare att förstå vad användaren egentligen söker. Google kan då erbjuda annonsörerna färre men mer värdefulla klick och ta bättre betalt för dem. När mindre trafik går direkt till företagens egna webbplatser kan dessutom behovet av betald synlighet öka. Sammantaget kan Google fånga en större andel av värdet i sökekosystemet än i dag.

Det är för tidigt att veta hur detta utvecklas, men Alphabet har en stark position genom sin distribution, stora mängder användardata och breda ekosystem. AI-sammanfattningarna i sökningen används av 2,5 miljarder människor i månaden och Gemini-appen har nu passerat en miljard användare.

Synen på de stora AI-bolagen svänger snabbt. För inte länge sedan pekades Microsoft ut som förloraren i AI-racet bland molnjättarna. Nu riktas i stället tvivlen mot Alphabets kärnaffär. I ett sådant klimat är det viktigt att löpande ompröva sin syn utifrån vad bolagen faktiskt levererar. Vi är ödmjuka inför att utvecklingen kan bli en annan än vi tror. Vår bedömning i dag är dock att Alphabet har goda förutsättningar att skapa långsiktigt aktieägarvärde både genom AI-skiftet inom sök och genom den starka efterfrågan på molntjänster.

Alphabet utgör 4% av Kavaljer Investmentbolagsfond

Alphabet: Andel av intäkter över tid



Alphabet: Vinstmaskinen Google Cloud



Nacka Strand 3 november 2026
Peter Lindvall, Håkan Telander, Jesper von Koch och Jakob Wahlberg

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

Kavaljer AB
Cylindervägen 12, 9 tr
Box 1221, 13128 Nacka Strand
info@kavaljer.se
+46 8 684 393 00
kavaljer.se