

Månadsrapport juni 2026

# Kavaljer Quality Focus

**-3,6%**  
avkastning juni 2026

**+18,4%**  
avkastning fem år



## Månadskommentar

### Stora diskrepanser mellan börsens olika delar – AI och Large Cap hett

I juni utvecklades Small och Mid Cap mycket svagt (båda ca -5%) medan Large Cap såg styrka med +2%. Breda Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) var +0,6% och världsindex (Dow Jones Global Index) -0,9%. Småbolagsindex (Carnegie Small Cap Return Index Sverige) slutade -1,8%.

### Att orka gnetta vidare när marknaden bara vill drömma om oändlig tillväxt

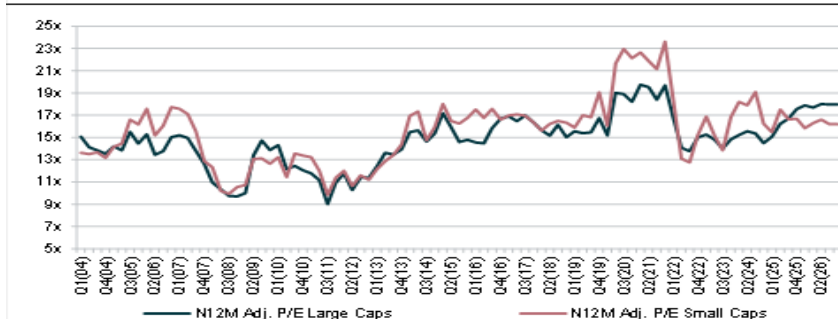
Som investerare i små och medelstora bolag med en bevisat god finansiell historik till låga värderingar är det lätt att bli frustrerad i juni 2026.

AI-euforin är påtaglig, med extrema exempel som Sivers Semiconductors, mest upp mer än 2 500 % på 3 månader drivet av en hype på X. Insynspersoner säljer, men bolaget värderas till 100x intäkterna (bolaget gör förlust). Marknaden brydde sig inte, förrän nu, och aktien har fallit 43 % på en vecka.

Parallellt värderas stora indextunga bolag till 30x årsvinsten trots mediokra utsikter. ITAB på p/e 6-7 för 2027e eller AOJ på p/e 11,5 på bakåtblickande lågkonjunkturvinst ignoreras då storyn är för tråkig för dagens börsmodal.

Börsen älskar momentum och hatar svaghet. Dessutom är värderingsgapet mellan stora och små bolag rekordstort, med ett stort premium för storbolag jämfört med småbolag, trots att det historiskt brukar vara det omvända. Se nedan:

**N12M Adj. P/E Small caps vs. Large caps**



Source: DNB Carnegie (estimates)

Vi vet att aktier med god långsiktig vinsttillväxt och låga startvärderingar ger stark avkastning. Småbolagsfonder har haft nio månaders utflöden samtidigt som indexfonder växer – detta skapar en anomali, inte en ny verklighet. Även om det känns frustrerande att ligga efter index hittills i år, är vi trygga med att vi är välpositionerade för framtiden.

**Riskinformation.** Informationen i denna rapport 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	Augusti 2019
Riskenivå	4 av 7
Antal innehav	25-40
Handel	Dagligen
Fondbetyg (Morningstar)	★★★★★
Kategori	Sverige, små/medelstora bolag
SFDR klassificering	Artikel 8
AUM	983 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	4,16	3,44
Beta	0,85	0,82
Sharpe-kvot	0,49	0,17
Standardavvikelse	15,45	18,41

Riskmått för A-klass

### Fondens utveckling

Kavaljer Quality Focus utvecklades svagt och föll 3,6% under månaden. Under de senaste fem åren uppgår fondens avkastning till 18,4%, att jämföra med 39,2% för Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) och 0,5% för småbolagsindex.

Störst positivt bidrag hade Pandora, Nederman och Bravida. Störst negativt bidrag hade Dometic, Proact och Storytel.

### Förändringar och innehav

Under månaden har innehavet i Kabe sålts och innehaven i Byggmästare Ahlström, Bravida, Proact och Storytel minskats. Dessutom har ett nytt innehav köpts in, ChemoMetec, samt Swedencare ökats.

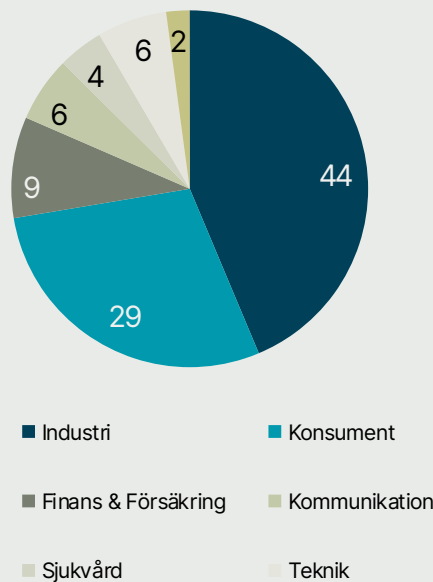
Aktieandelen var 98%.

### 20 största innehaven i %

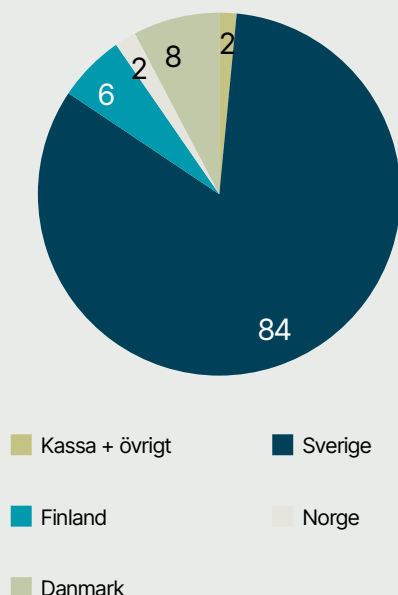
Securitas	4,8
Carasent	4,3
Storytel	4,1
Swedencare	4,0
Revolutionrace	4,0
Pandora	4,0
New Wave	3,9
Nederman	3,9
Proact IT Group	3,8
Inwido	3,5
Huhtamäki	3,4
Ratos	3,3
ITAB Shop Concept	3,2
Brdr. A&O Johansen	3,1
Xvivo Perfusion	3,1
Bonesupport	3,1
Alligo	3,0
Bravida Holding	2,8
Catella	2,7
Valmet	2,6

Totalt antal portföljinnehav	35
Topp-20 % av totalen	70,7

### Branschfördelning i %



### Geografisk fördelning i %



### Avkastning efter avgifter



### Bäst och sämst – månadens bidragsgivare

Bolag	Avkastningsbidrag
Pandora	+1,1%
Nederman	+0,4%
Bravida	+0,2%
Dometic	-0,5%
Proact	-0,4%
Storytel	-0,4%

## Fördjupade tankar kring våra innehav

### Dansk kvalitet till rabatt – Brodrene A&O Johansen (AOJ)

AOJ är Danmarks ledande grossist inom VVS, el och ventilation, med ett brett butiksnätverk riktat mot hantverkare och installatörer. Bolaget säljer till både B2C och B2B, där B2B utgör den dominerande andelen av omsättningen (82%).

### Stark marknadsposition

Styrkan i AOJs position vilar på flera ben. AOJ har bland det största butiksnätverket och bredaste artikelsortimentet bland konkurrenter i Danmark, vilket ger hantverkare snabb och lokal tillgång till material. AOJ var även tidigt ute med digitalisering av order- och lagersystem, vilket förbättrar kundupplevelsen och håller nere interna kostnader.

På balansräkningen finns ett fastighetsbestånd med ett sannolikt konservativt bokfört värde om DKK 1 052m, att ställa mot nuvarande börsvärde om DKK 2 430m. Fastigheterna ger bättre lånevillkor och en lägre rörlig kostnadsbas än konkurrenter med hyrda ytor, vilket ger AOJ utrymme att prisa konkurrenskraftigt utan att offra marginalen.

### Marknad under konsolidering

Marknaden är i aktiv konsolidering och AOJ är en av de drivande aktörerna. Bolaget har byggt upp en väloljad förvärvsapparat med beprövad förmåga att integrera och extrahera synergier ur förvärvade enheter.

På sikt ser vi AOJ som en intressant utköpskandidat, även om vår investeringstest inte enskilt vilar på det. Nuvarande vd är 87 år gammal och bosatt i Florida med ett aktieinnehav som motsvarar 75% av rösterna och 30% av kapitalet. Ingen från den fjärde generationen är aktiv i bolaget, vilket gör framtiden oviss när vd:n lämnar posten. vd:n har tidigare visat att han är beredd att sälja till rätt pris när AOJ accepterade ett bud från Lemvigh-Müller 2008, som stoppades av konkurrensverket. Ett förvärv av AOJ ger tillgång till åtminstone 25% av marknaden i Danmark utöver synergivinsten.

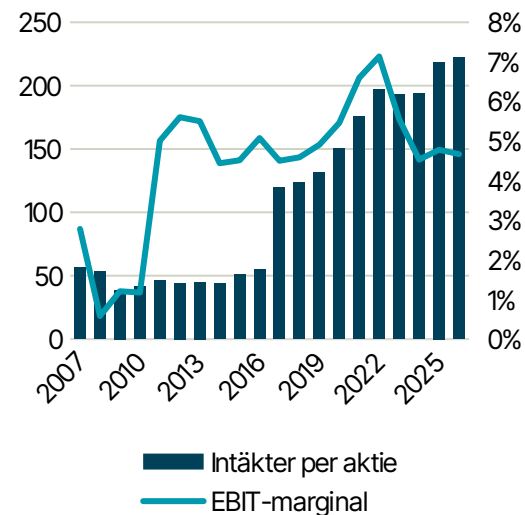
### Nuläge

Trots tuff marknad redovisar AOJ fortsatt stark utveckling och tar konsekvent marknadsandelar. Värderingen har historiskt aldrig varit hög och kommer troligen inte heller bli det, givet deras cykliska verksamhet. Samtidigt tycker vi att rabatten mot nordiska teknikgrossister är lite väl hög givet hur AOJ presterat i en konkurrensutsatt marknad.

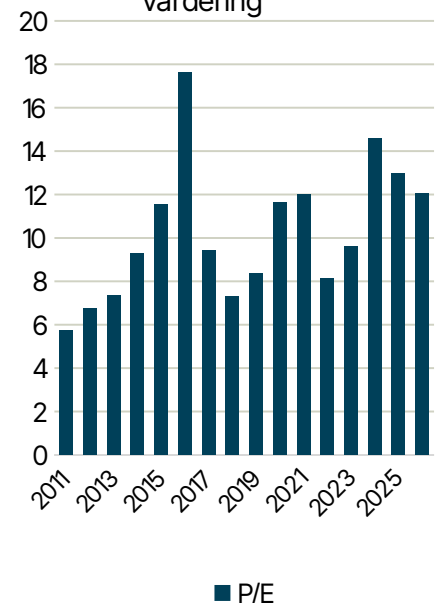
Vid nuvarande kurs om 87,5 DKK handlas AOJ till P/E 9,1 utifrån våra prognoser för 2027. Då skissar vi på intäkter om 7 mdr DKK och en EBIT-marginal om 5,5 %, vilket är något lägre än konsensus. Det motsvarar en attraktiv värdering för ett bolag med AOJ:s kvalitet, och vi ser fortsatt god säkerhetsmarginal.

AOJ utgör 3,1% av Kavaljer Quality Focus

AOJ: Fin tillväxt över tid och förbättrad motståndskraft i lågkonjunktur



Kvalitet till ovanligt låg värdering



Tidsperiod	1 mån	Hittills i år	1 år	3 år	5 år	Sedan start*	Årlig snittavkast.
Kavaljer Quality Focus	-3,4%	-6,4%	-4,6%	24%	18%	110%	12,8%
OMXSPI-GI	0,6%	7,8%	18,8%	42%	39%	121%	13,7%
Dow Jones World Index	-0,9%	10,5%	22,0%	63%	55%	114%	13,2%
Carnegie Small Cap Return Index	-1,8%	-1,1%	-1,4%	20%	0,5%	65%	8,5%

\* 5 augusti 2019

## ITAB – Omvärdering i sikte

Efter förvärvet av HMY är ITAB störst i Europa inom butiksindredning. Intäkterna uppgår till 12,9 mdr SEK med omkring 5 300 anställda och verksamhet i över 30 länder. Bolaget har en justerad EBITA-marginal på 6,3 %. 2018–2021 hade ITAB en svagare lönsamhet (2–4 % EBIT), men lönsamheten förbättrades tydligt 2022–2024. Den svaga lönsamheten 2020 ledde till en stor nyemission och därmed utspädning. Nu har bolaget lagt problemen bakom sig, och fokus ligger på integrationen av HMY.

## Realistisk synergibild på 2,6 procentenheters marginalförbättring

Förvärvet sammanförde två likvärdiga aktörer: gamla ITAB med en EBIT-marginal på 7 % och HMY med 5 %, vilket ger en kombinerad EBIT-marginal på omkring 6%.

Vid förvärvet kommunicerade bolaget att man förväntade sig 30 MEUR i synergier, motsvarande 2,6 procentenheter på marginalen. Dessa kommer från administration (dubbelroller elimineras) samt lägre inköpspriser tack vare den samlade storleken (redan de två största aktörerna i Europa innan bolagens samgång).

Utöver dessa finns ytterligare initiativ som skulle kunna förbättra lönsamheten, inklusive fabriksnedläggningar och transportsamordning.

Målmarginalen på 8,5% EBITA känns därför helt realistisk – ingen överoptimism här. Synergierna väntas vara på plats fr.o.m. 2027, vilket vi tolkar som 1 januari. Per Q1 2026 har en tredjedel av synergierna realiserats.

## Problem som håller på att lösa sig

HMY-delen drabbades av problem i Frankrike redan 1,5 år före förvärvet, orsakade av ledningsbyten och bristande fokus. Trots att HMY är marknadsledare där hamnade lönsamheten långt under bolagets mål. Åtgärder sattes igång H2 2025 och redan Q1 2026 presterade Frankrike väl.

Turkiet genomgick samtidigt en omställning från exportenhet till direkt lokal försäljning. Kostnadsreduktioner pågår och kundåterhämtningen är redan i gång. Ledningen räknar med positiva resultat från H2 2026.

## Varför tajmingen ser lovande ut

Aktien har varit pressad av en trög marknad, VD-byte som skapade osäkerhet, integrationsomkostnader och ojämna kvartalsresultat.

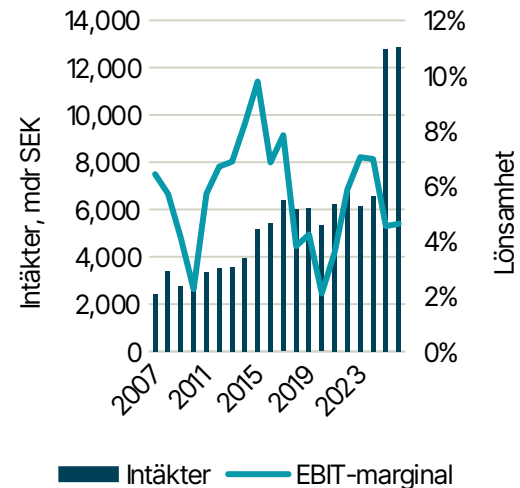
Framgent ser det dock ljusare ut. Jämförelsetalen blir mer gynnsamma, framför allt i Q2, integrationskostnaderna minskar, och balansräkningen har stärkts och ligger nu på rimliga 1,7x i nettoskuld/adj. EBITDA (exkl. leasing). Dessutom återstår två tredjedelar av de tilltänkta synergierna, vilket lär ge ett fint lyft till lönsamheten.

Skissar vi på intäkter om 13,5 mdr SEK 2027 med 7% EBITA-marginal, där båda antaganden bör anses konservativa, landar bolaget på drygt 2 kr i vinst per aktie (justerat för förvärvsavskrivningar). Vid en kurs på drygt 14 kr motsvarar det P/E 7, och vid 8,5 % EBITA blir P/E-talet drygt 5... Den låga värderingen bör snart bli uppenbar även för marknaden – bland annat har VD:n köpt aktier för 1,8 MSEK efter Q1-rapporten.

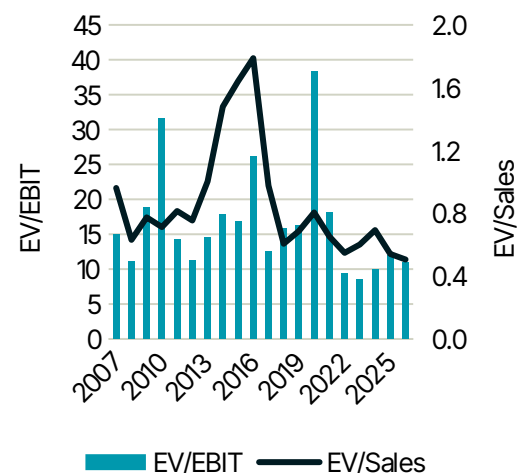
På lite längre sikt bör även teknologiandelen växa (bl.a. anti-stöld-produkter vid självutcheckning) och kunna öka marginalen mot 9–10% EBITA, vilket gör värderingen ännu mer attraktiv.

Itab Group utgör 3,2% av Kavaljer Quality Focus

Fin tillväxt över tid, men lönsamhets-problem under pandemin orsakade stor nyemission



Lägsta värderingen vs intäkter någonsin. Engångskostnader snart över & synergier snart synliga → lönsamhet på väg att stärkas



### **Pandora– Världens största tillverkare av smycken**

Pandora är världens största tillverkare av smycken, noterat i Köpenhamn. Bolaget verkar inom det tillgängliga/prisvärda lyxsegmentet och säljer i över 100 länder. Genom den så kallade Phoenix-strategin vill Pandora bredda sitt sortiment, från berlocker till smycken av alla slag.

Aktien föll kraftigt under 2025. Flera faktorer drabbade bolaget samtidigt: framförallt det kraftigt stigande silverpriset, en betydande råvarukostnad för Pandora där ett högre pris slår direkt igenom på bolagets marginaler och lönsamhet, men också amerikanska importtullar och en svagare konsumentmarknad i både Europa och Kina påverkade. Dessutom sänkte Pandora sina prognoser, meddelade att vd:n skulle bytas ut och pausade återköpen av egna aktier. Sammantaget skapade det stor osäkerhet kring bolagets framtida lönsamhet.

### **Kraftig återhämtning**

Sedan botten i mars 2026 har aktien stigit med hela 73%. En viktig förklaring till den kraftiga uppgången är att silverpriset har halverats sedan toppen. Utöver detta har marknaden tagit väl emot Pandoras plan att ställa om till platinabeläggning i stor skala, vilket väntas minska exponeringen mot silver med 80% till 2028. Rapporten för första kvartalet 2026 visade att verksamheten står stabil, med 2% organisk tillväxt och oförändrade prognoser för helåret. Tillväxten var särskilt stark i Asien och Latinamerika, och utdelningen höjdes till 22 danska kronor per aktie. Pandora befinner sig nu i en tydlig omställningsfas, och bolaget väntar sig att marginalerna ska förbättras strukturellt från 2027.

Fonden ökade i Pandora under februari och mars, när aktien värderades till 8 ggr 2028 års prognostiserade vinst. Nu värderas Pandora till 13,9 ggr 2028 års vinst, vilket fortfarande är en attraktiv värdering.

Pandora utgör 4,0% av Kavaljer Quality Focus

### **Nacka Strand 3 juli 2026**

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

*"In the short run, the market is a voting machine, but in the long run, it is a weighing machine."*

Benjamin Graham

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