

Månadsrapport september 2026

Kavaljer Quality Focus

-0,9%
avkastning september 2026+24%
avkastning fem år

Månadskommentar

Ett steg tillbaka orsakat av höga oljepriser

September blev en något svag börs månad där breda Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) utvecklades negativt, -1,6% och världsindex (Dow Jones Global Index) med -1,5%, samt småbolagsindex (Carnegie Small Cap Return Index Sverige) -1,3%.

Fortsatt tumult i Hormuzsundet har föranlett höga oljepriser, vilket höjt inflationsförväntningar och därmed höjt globala räntenivåer. Räntekänsliga sektorer som finans och fastigheter samt högt värderade tillväxtbolag tog mest stryk, medan energirelaterat höll emot bäst.

Konjunkturindikatorer åt olika håll: industri, som är viktigast för oss, går starkt

Vi brukar hävda att makroanalys oftare skapar förvirring och falsk övertygelse än överavkastning. Det gäller särskilt när ambitionen är att förutse vart ekonomin är på väg. Det är i praktiken omöjligt, eftersom ingen kan förutse hela kedjan av följeffekter som olika händelser ger upphov till. Däremot gäller det att alltid, för att låna en sportliknelse, "spela där bollen ligger". På börsen kräver det att man har full koll på hur spelplanen ser ut i dag.

Drygt 40% av fondens portfölj är investerad i industrins underleverantörer. Flera av dessa är högkvalitativa bolag som har haft några svagare år, vilket har skapat attraktiva värderingslägen. De lägre produktionsvolymerna innebär att många fabriker fortfarande är underutnyttjade, samtidigt som lönsamheten har pressats betydligt.

Aktiemarknaden sägs vara framåtblickande och värderar gärna bolag på en normaliserad vinstnivå. De senaste åren har varje nytt år inletts med VD-uttalanden om att "konjunkturen vänder under andra halvåret". Börsen fortsatte därför länge att prisa in normaliserad intjäning, eftersom man ju "visste" att vändningen och de kraftiga vinstökningarna snart skulle komma. Till slut gav dock börsen upp och bestämde sig för att nuvarande vinster är de nya normala och inte temporärt låga.

Nu syns allt fler tecken på att industrikonjunkturen förbättras. Orderingången ökade under andra kvartalet för flera industribolag, och data för september pekar i samma riktning. I Sverige märks en förbättring både inom industrin och bland hushållen, där förtroendet är det högsta sedan december 2021. I Europa är konsumenterna fortsatt försiktiga, medan företagen utvecklas åt rätt håll. I USA är industrin stark samtidigt som hushållens förtroende har försvagats, vilket är vanligt när bensin- och dieselpiserna stiger.

Vi bedömer att förbättringen i industrin kommer att leda till efterlängtat intäktsstillväxt. När fabrikena fylls på igen bör även lönsamheten stärkas, vilket sammantaget skapar förutsättningar för en stark vinstutveckling. En sådan utveckling väntas tydliggöra kvaliteten i flera av våra innehav, där marknaden i vissa fall fortfarande verkar tveksam. Det skulle kunna bidra till högre och mer rättvisande värderingar.

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 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	977 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	2,55	4,52
Beta	0,86	0,82
Sharpe-kvot	0,63	0,21
Standardavvikelse	14,89	17,81

Riskmått för A-klass

Fondens utveckling

Kavaljer Quality Focus utvecklades något bättre än index, men föll ändå med -0,9% under månaden. Under de senaste 5 åren uppgår fondens avkastning till +24%, jämfört med +41% för Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) och +1% för småbolagsindex.

Störst positivt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Storytel, ITAB och Bravida. Störst negativt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Xvivo, RevolutionRace och Huhtamäki.

Förändringar och innehav

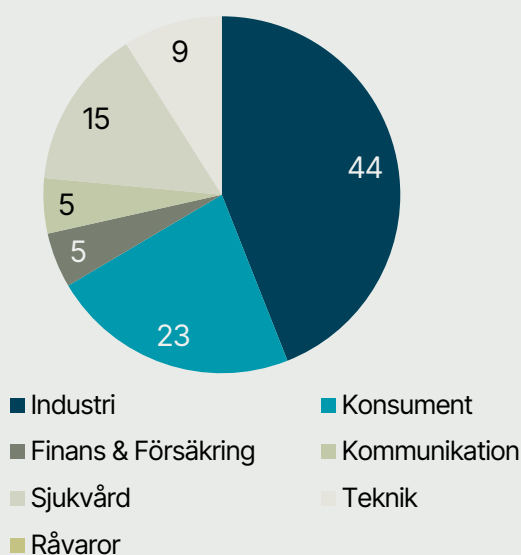
Fonden har under månaden sålt innehavet i Vitec, samt minskat innehaven i Storytel, Proact, Bravida, Pandora, Brdr. A&O Johansen, Carasent, BTS och Huhtamäki. Dessutom har vi köpt tillbaka en gammal favorit, VBG Group, samt ökat i Nederman och ITAB.

Aktieandelen var 98%.

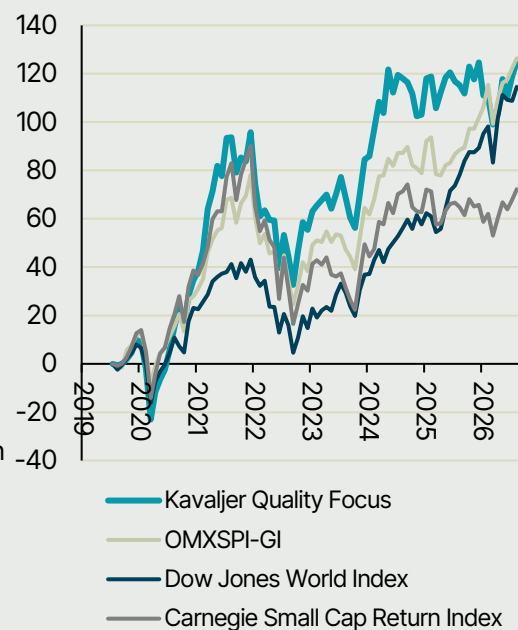
20 största innehaven, %

Securitas	4,9
Carasent	4,8
Nederman	4,7
Proact IT Group	4,7
Inwido	4,5
New Wave	4,5
ITAB Shop Concept	4,4
Valmet	4,3
Storytel	4,0
Revolutionrace	4,0
Ratos	3,7
Bonesupport	3,5
Huhtamäki	3,5
Swedencare	3,5
Xvivo Perfusion	3,0
Alligo	2,9
Bravida Holding	2,8
ChemoMetec	2,8
Brdr. A&O Johansen	2,7
Idun Industrier	2,7
Totalt antal portföljinnehav	32
Topp-20 andel av totalen, %	75,9

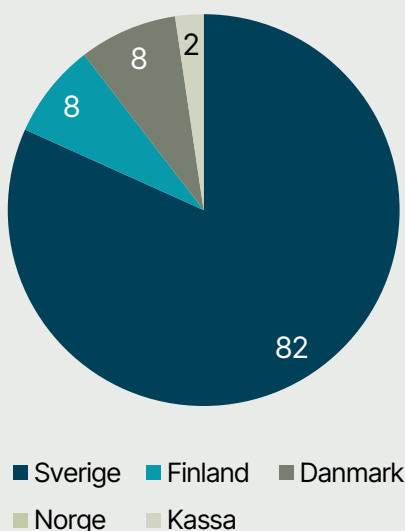
Branschfördelning i %



Avkastning efter avgifter



Geografisk fördelning i %



Bäst och sämst – månadens bidragsgivare

Bolag	Avkastningsbidrag
Storytel	+0,3%
ITAB	+0,2%
Bravida	+0,2%
Xvivo	-0,5%
RVRC	-0,4%
Huhtamäki	-0,2%

Fördjupade tankar kring våra innehav

Exsitec

Varför vi bedömer att AI-hotet är överdrivet

Hotet från AI som ett strukturellt hot mot IT-konsulter är något vi funderat mycket på. Om kostnaden för att utveckla kod sjunker påverkas även värdet av en del av konsulternas tjänsteutbud. Avgörande är dock hur projekten faktiskt ser ut i respektive konsultbolag. För många IT-konsulter kan utvecklingen innebära utmaningar, medan Exsitec bedöms ha god motståndskraft.

Kodandet utgör endast en tiondel av arbetet

Ungefär en tredjedel av konsulterna arbetar med kodutveckling, och för dessa går omkring en tredjedel av arbetstiden till själva kodningen. Sammantaget innebär det att omkring 10% av bolagets arbetstid läggs på den aktivitet som AI i dag är bäst på att ersätta. Resterande tid avser bland annat processkartläggning, konfiguration, datamigrering och förändringsledning. Även om AI kan effektivisera testning och dokumentation är det storleksordningen som är avgörande. Den verkliga komplexiteten ligger i att förstå kundens verksamhet, exempelvis hur intäkter och kostnader ska redovisas i olika situationer. Den kunskapen bygger på erfarenhet och kundrelationer snarare än på träningsdata.

Efterfrågan kan faktiskt öka snarare än minska

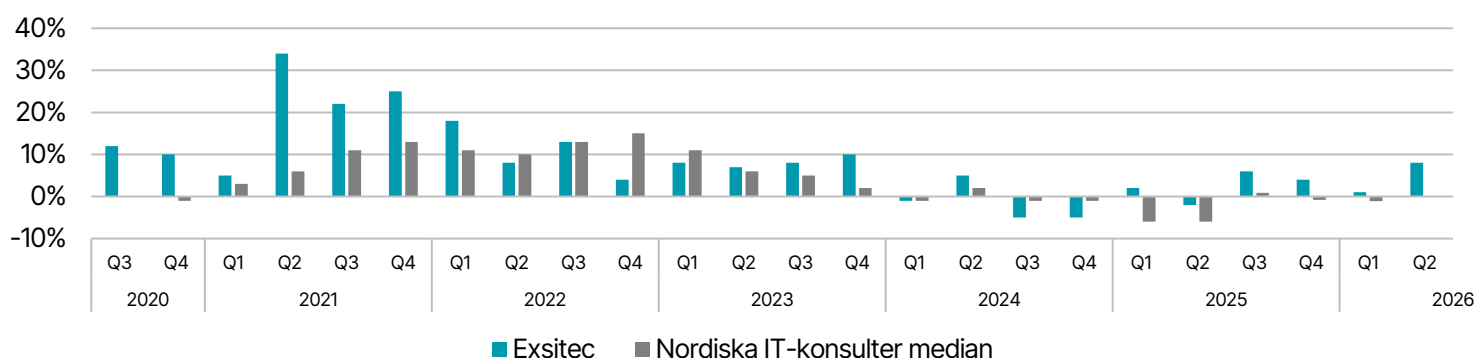
AI innebär att vissa delar av projekten kan genomföras betydligt billigare än tidigare, exempelvis integrationer. Historiskt har kostnaden för sådana moment ofta utgjort en tröskel för kunderna. När kostnaden sjunker kan fler projekt bli ekonomiskt motiverade, vilket skulle kunna öka efterfrågan på Exsitecs tjänster.

För Exsitecs del använder dessutom många kunder fortfarande lokalt installerade versioner av Visma. För att kunna dra nytta av nya AI-funktioner krävs i många fall en övergång till molnbaserade lösningar, vilket skapar behov av migreringar och därmed ytterligare uppdrag för Exsitec.

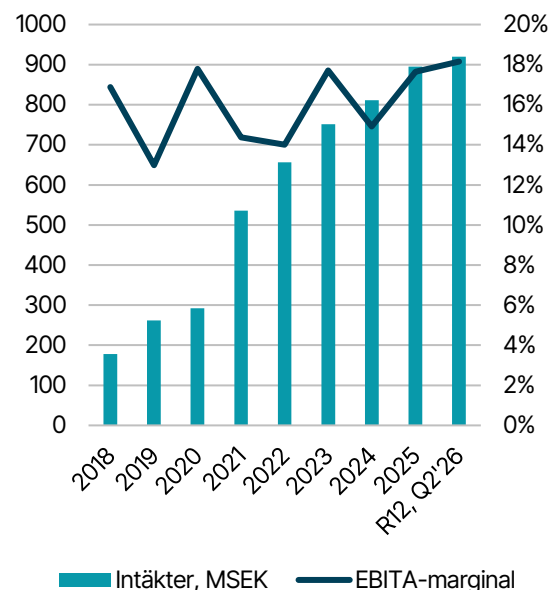
Trots bolagets starka meritlista och de långsiktiga möjligheter som bedöms finnas handlas Exsitec till ett P/E-tal om 11, justerat för goodwillavskrivningar, och omkring 9 ggr rörelseresultatet.

Exsitec utgör 2,1% av Kavaljer Quality Focus.

Sedan 2020 har Exsitec haft i snitt 4% högre årlig organisk tillväxt per kvartal än sina nordiska peers



Exsitec: Stark historik men mycket låg värdering



Tidsperiod	1 mån	Hittills i år	1 år	3 år	5 år	Sedan start*	Årlig snittavkast.
Kavaljer Quality Focus	-0,9%	-0,8%	5,1%	39%	24%	123%	13,9%
OMXSPI-GI	-1,6%	10,4%	17,6%	54%	41%	126%	14,2%
Dow Jones World Index	-1,5%	11,6%	14,9%	71%	55%	117%	13,4%
Carnegie Small Cap Return Index	-1,3%	2,6%	5,2%	34%	1,3%	71%	9,1%

* 5 augusti 2019

VBG Group

Investerat i gammal favorit efter nedvärdering trots goda vinstutsikter

Vår investeringsfilosofi bygger som bekant på att bolagen vi äger ska vara av så hög kvalitet att vi ska kunna äga bolagen för evigt, dvs där vi bedömer att bolaget har förmåga att växa sina vinster uthålligt i lång tid framöver.

En avgörande aspekt är dock värderingen. Springer denna iväg räds vi inte att sälja ett bolag, även om bolaget bockar alla möjliga kvalitetsaspekter.

Vi köpte VBG Group 2020 till en aktiekurs på omkring 140kr då bolaget ansågs vara ett tråkigt industribolag utan intressant framtid. Under 2024 kom aktien in i ett europeiskt index och med hjälp av ett påtvingat köpflöde gick aktien upp till nästan 500kr, där vi hade turen att sälja nära toppen. Ifjol gjorde vi en till lyckad resa men inte lika spektakulär som den tidigare. Nu har vi köpt in aktien igen.

VBG Group grundades i Vänersborg 1951. Idag omsätter bolaget 5,6 miljarder SEK med en rörelsemarginal på 12%. Bolaget har idag tre affärsområden:

Mobile Thermal Solutions (MTS) – störst med 51% av omsättningen men bara 34% av vinst (8% marginal). Utvecklar klimat-/HVAC-system för bussar och entreprenad-/off-road-fordon. Prissättningsmakt kommer från skräddarsydda, tekniskt komplexa lösningar där komponentkostnaden är liten del av fordonsvärdet.

Truck & Trailer Equipment (T&TE) – mest lönsamma segmentet (30% av omsättning, 45% av vinst, 20% marginal). Tillverkar dragkopplingar med över 50% global marknadsandel samt snökedjor, tak och belysning. Kunder är främst integratörer och eftermarknad. Säkerhetskritiska, certifierade produkter gör kunderna prisokänsliga, och en stark eftermarknadsaffär (30–35%) ger stabilitet.

Ringfeder Power Transmission (RPT) – minst med 20% av omsättning och vinst, med en marginal på 15%. Levererar applikationskritiska komponenter (axelkopplingar, friktionsfjädrar m.m.) till fragmenterad industrikundbas. Låg komponentkostnad relativt kundens totalkostnad, men fel kan orsaka dyra produktionsstopp.

Stor investering snart över: Med start 2024 och klart i slutet av 2026 har bolaget investerat 900 MSEK inom MTS och innebär att tre tillverknings-anläggningar slås samman till en ny anläggning i Toronto-området. Motivet är stordriftsfördelar, lägre fasta kostnader och operativ hävstång när volymerna återhämtar sig. Detta väntas ge förbättrad lönsamhet för MTS och investeringen är central för att affärsområdet ska nå koncernmålet på 15% EBITA-marginal.

Attraktiv värdering och bra vinstmomentum framgent: Från Q1 nästa år ska investeringen ge kostnadsbesparingar, och med full effekt från Q3 2027. Tecken på en bättre konjunktur gör att vi tror på starkt vinstmomentum och skissar på 22-23kr i vinst per aktie 2027 (ännu bättre kassaflöde) och därmed P/E 13-14. Vi bedömer att vi nu har tillräcklig säkerhetsmarginal för att köpa in bolaget igen.

VBG Group utgör 2,1% av Kavaljer Quality Focus.

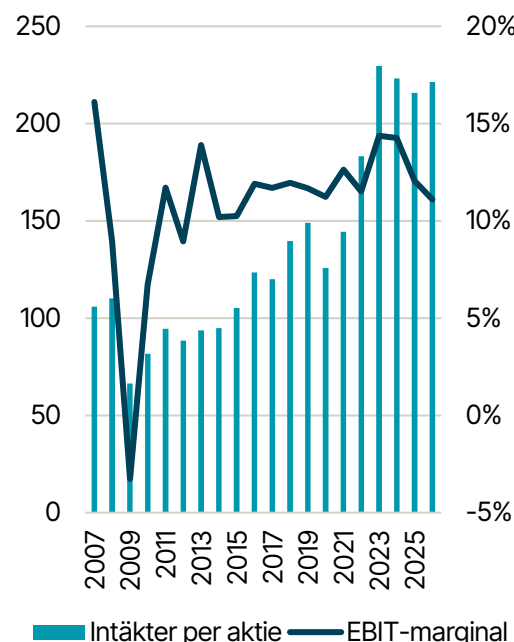
ChemoMetec

Hackor och spadar för biotech-branschen

ChemoMetec är marknadsledande inom cellräkning för cell- och genterapi (CGT), med runt 90% marknadsandel och status som "gold standard". Marknaden för cellräkning är för liten för att de stora läkemedelsbolagen ska ge sig in i den. Bolaget är höglönsamt med cirka 50% EBIT-marginal.

Bolaget börjar även få bra genomslag i ett andra ben, Bioprocessing, där den nya produktserien XM är teknologiskt överlägsen konkurrenternas lösningar.

VBG Group: Stark vinststillväxt över tid och alltmer motståndskraftigt i lågkonjunktur



Varför cellräknare behövs

Inom CGT behöver kunder räkna celler kontinuerligt genom hela produktionsprocessen, från tidig forskning till färdig behandling – det är inget enskilt processteg utan ett oundgängligt krav i varje fas att kontrollera andelen levande celler av totalen.

Inom Bioprocessing tillverkar stora läkemedelsbolag biologiska läkemedel i skala, och cellräkning behövs för att löpande analysera stora provvolymmer och säkerställa kvalitet och utbyte i produktionen.

Affärsmodell och intäktskvalitet

Affärsmodellen liknar rakhyvel och rakblad: när en kund väl validerat och godkänt ett instrument i sin produktionsprocess är ett byte både dyrt och komplicerat, vilket skapar hög inlåsning. Förbrukningen av kassetter ökar dessutom direkt i takt med att fler patienter behandlas, vilket gör att intäkterna växer organiskt i takt med att fler terapier godkänns. Instrumentet genererar därefter löpande cirka 30% av instrumentvärdet per år i återkommande intäkter.

CGT drivs av överlägsenhet jämfört med traditionell medicin och lägre kostnad per terapi

CGT behandlar sjukdomens orsak snarare än symtomen, vilket kan innebära bot i stället för livslång behandling. För att bredda användningen av CGT till ännu fler sjukdomar behöver kostnaden sänkas markant, vilket driver marknaden mot att ersätta manuell hantering med automatiserade processer.

ChemoMetec har sedan i början av 2024 en ny plattform (XM-plattformen) med helt eller delvis automatiserade lösningar. ChemoMetecs starka ställning som "gold standard" gör att man naturligt blir tillfrågad så fort en kund överväger automatisering. XM-plattformen ligger i framkant ur ett prestandaperspektiv och bör ta en liknande stark position som bolagets manuella plattform (NC) har.

Bioprocessing-automatisering drivs av att AI spottar ur sig läkemedelskandidater – som alla behöver testas och valideras

Inom Bioprocessing gör AI det möjligt att ta fram betydligt fler potentiella läkemedelskandidater än tidigare, och eftersom dessa måste testas och valideras ökar behovet av automatiserad cellräkning markant.

ChemoMetec har byggt upp en bred partnerstruktur med nyckelspelare i värdekedjan för Bioprocessing: Roche inom analysatorer, samt Tecan och Hamilton inom vätskehantering, vilket driver kunder mot ChemoMetec som förvald cellräknare.

Sammanfattning

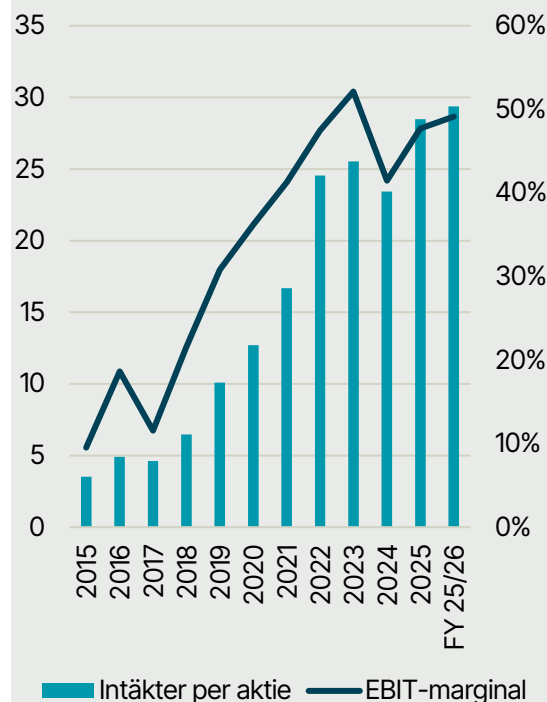
Vi bedömer att ChemoMetecs dominanta position inom ett strukturellt växande segment, ett nytt segment med tydliga tillväxtutsikter, samt hög andel återkommande intäkter gör bolaget attraktivt positionerat för lönsam tillväxt över många år framöver.

ChemoMetec utgör 2,8 % av Kavaljer Quality Focus.

Nacka Strand 2 oktober 2026

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

ChemoMetec: På 10 år har intäkter vuxit med i snitt 20% per år och vinsten med 34%. Lägre efterfrågan senaste åren pga sämre biotech-finansiering, vilket nu förbättras.



"The big money is not in the buying and the selling, but in the waiting."

Charlie Munger

Mer information om fonden

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