

Månadsrapport februari 2026

Kavaljer Quality Focus

-0,5%
avkastning februari 2026+43%
avkastning fem år

Månadskommentar

Storbolagsuppgången fortsätter, blandat för småbolag

Februari innebar fortsatt mycket stark utveckling för storbolagsindex och äntligen en liten uppstuds för småbolagsindex – men med mycket stora variationer. Breda Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) steg med 4,5% och världsindex (Dow Jones Global Index) med +1,5%. Småbolagsindex (Carnegie Small Cap Return Index Sverige) landade på +2,1%.

Utflöden i småbolagsfonder skapar rekordstor diskrepans mellan dyra storbolag och billiga småbolag

Den sannolikt viktigaste orsaken till den svaga utvecklingen för småbolagsaktier är den mycket svaga utvecklingen av nettoflöden in och ut ur fonderna. Generellt har inflöden och utflöden ur småbolagsfonder kommit och gått fram till ungefär mars ifjol. Sedan dess, och i synnerhet sedan i somras, har trenden varit nattsvalt med idel utflöden. Bara i januari var nettoutflödet 4,1mdr SEK ur svenska småbolagsfonder.

Utflöden skapar ett påtvingat säljtryck i småbolagsaktier, där fonder tvingas sälja aktier som de egentligen är positivt inställda till. Varje påtvingad försäljning från fonder i illikvida småbolag får generellt en stor påverkan eftersom köpsidan redan består av tilltufsade småsparare som inte längre orkar "köpa dippen". Detta skapar extra stora rörelser på ex. rapportdag då likviditeten är bättre och fonder generellt utnyttjar detta till att dumpa stora delar av sina innehav då.

Under början av året har Allmänna Pensionsfonden 1 (AP 1) lagts ned och dess innehav överförs till AP 2 och AP 3. I samband med detta har AP 2 och AP 3 valt att sälja vissa innehav, vilket i småbolagen (ex. Swedencare) skapat ett mycket stort säljtryck i aktierna.

Det är i dessa stunder det är lätt att tänka "Men bör man inte köpa aktier/fonder i storbolag där flödena är positiva?!" Risken med att följa trender är man säljer det som är opopulärt (och därmed billigt) och köper det som är populärt (och därmed dyrt). Vad vi gör är därför vad vi alltid gör – analyserar varje bolag och dess framtidsutsikter, kommer fram till en rimlig värdering, och jämför det mot dagens pris.

Vår åsikt är att värdena för väldigt många småbolag vida överstiger priset på desamma just nu. Som exempel är det genomsnittliga P/E-talet för innehaven i Kavaljer Quality Focus 13,8 för 2027 – att jämföra med 19,1 för OMXS 30.

Av denna anledning ser vi en god uppsida i fondens innehav.

Fondfakta

Startdatum	Augusti 2019
Riskenivå	5 av 7
Antal innehav	25-40
Handel	Dagligen
Fondbetyg (Morningstar)	★★★★★
Kategori	Sverige, små/medelstora bolag
SFDR klassificering	Artikel 8
AUM	867 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	4,91	5,91
Beta	0,86	0,84
Sharpe-kvot	0,45	0,43
Standardavvikelse	14,75	19,03

Riskmått för A-klass

Fondens utveckling

Kavaljer Quality Focus utvecklades svagt negativt, med -0,5% under månaden. Under de senaste 5 åren uppgår fondens avkastning till +43%, jämfört med +60% för Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) och +15% för småbolagsindex.

Störst positivt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Bravida, Securitas och Inwido. Störst negativt bidrag bland fondens innehav under månaden hade ITAB, Catella och Exsitec.

Förändringar och innehav

Fonden har under månaden minskat innehaven i Bravida och Svedbergs, samt sålt FlatexDegiro. Dessutom har vi ökat i Carasent, Swedencare, Green Landscaping, Dometic, Proact, AOJ, Bonesupport, Storytel, CAG Group och Valmet. Vi har även köpt in oss i Bahnhof igen efter att vi sålde vårt innehav för ungefär ett år sedan.

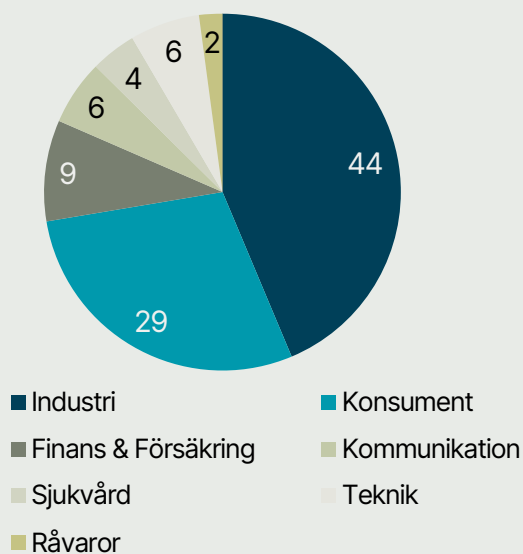
Aktieandelen var 98%.

20 största innehav, %

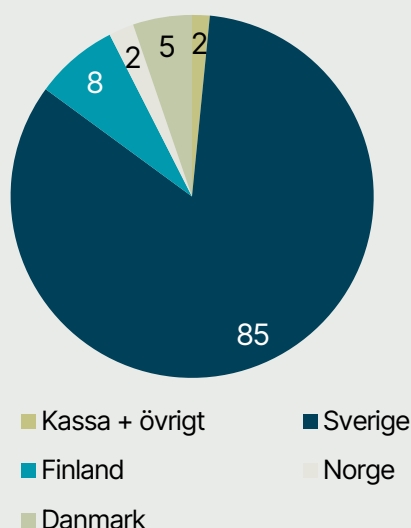
Securitas	5,1
Storytel	4,8
Revolutionrace	4,7
Carasent	4,5
Proact IT Group	4,3
Ratos	4,3
Bravida Holding	4,2
Huhtamäki	4,1
Inwido	3,9
New Wave	3,9
Nederman	3,5
Valmet	3,5
Alligo	3,4
Swedencare	3,1
Dometic Group	3,1
ITAB Shop Concept	3,0
Idun Industrier	2,9
Bonesupport	2,8
Brdr. A&O Johansen	2,8
Catella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

Totalt antal portföljinnehav	34
Topp-20 % av totalen	74,3

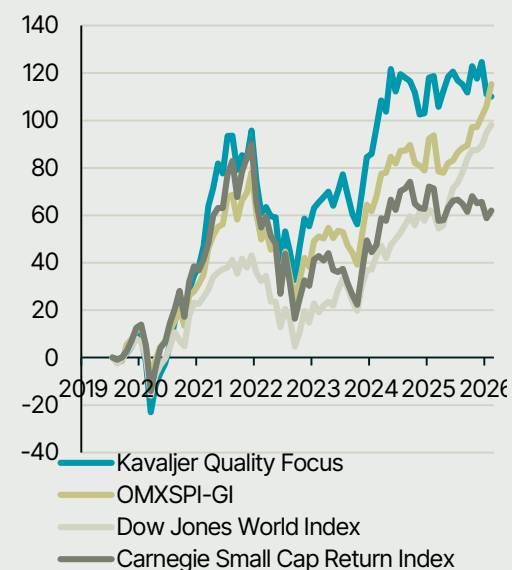
Branschfördelning i %



Geografisk fördelning i %



Avkastning efter avgifter



Bäst och sämst – månadens bidragsgivare

Bolag	Avkastningsbidrag
Bravida	0,8%
Securitas	0,5%
Inwido	0,4%
ITAB	-0,6%
Catella	-0,5%
Exsitec	-0,4%

Fördjupade tankar kring våra innehav

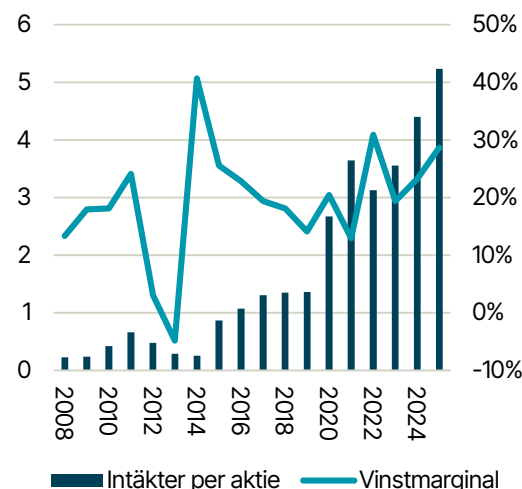
FlatexDegiro: Sålt efter fantastisk resa

Vi investerade i den paneuropeiska nätmäklaren FlatexDegiro för ungefär ett år sedan, utifrån vår bedömning att det är ett kvalitetsbolag med hög tillväxttakt och en skalbar affärsmodell som möjliggör successivt högre marginaler i takt med att verksamheten växer.

P/E-talet på bolagets 2027-guidning var 11 – på en guidning som dessutom verkade konservativ. Vi ansåg att ett rimligt P/E-tal 2027 snarare var 20 – varför vi såg en mycket stor säkerhetsmarginal.

Aktien dubblades senare på mindre än ett år och vi sålde våra aktier på omkring 40 EUR. Förutom att aktien nått vår målkurs klart tidigare än väntat tyckte vi också att det var märkligt att aktien hållit sig uppe trots att AI-rädslan redan börjat sprida sig på alla möjliga digitala verksamheter. Aktien har nu sjunkit till 30 EUR men vi avvaktar en större säkerhetsmarginal innan vi köper in oss igen – i synnerhet när småbolagssegmentet nu kryllar av billiga alternativ.

FlatexDegiro: Sålt efter aggressiv uppvärdering



Catella: Marknaden besviken på utdelning och kapitalallokering – men verksamheten visar tecken på uppsving

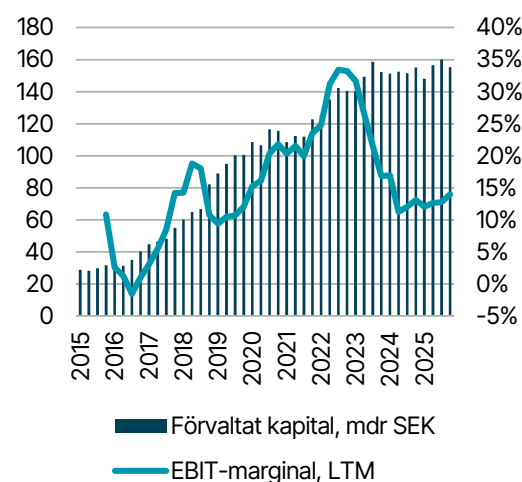
Catella levererade en underliggande stark Q4-rapport. Huvudbenet Investment Management visade ökad transaktionsaktivitet och betydligt högre lönsamhet än väntat – EBIT överträffade analytikernas prognoser med 45 procent. Samtidigt gjordes en nedskrivning om 210 MSEK i den egna fastighetsportföljen. Samtliga fastigheter värderas nu till det lägsta av nedlagd kostnad och marknadsvärde, vilket indikerar att dolda övervärden kan finnas kvar i balansräkningen.

Utdelningen på 0,9 kronor per aktie gjorde vissa investerare besvikna givet den stora nettokassan. Vår bedömning är att bolaget ännu inte beslutat hur överlikviditeten ska användas. Förvärv är prioriterat, men det är osannolikt att hela nettokassan används, vilket öppnar för en möjlig extrautdelning längre fram.

Två obligationslån tynger resultatet via höga räntekostnader men väntas lösas in hösten 2026 respektive våren 2027. Nettokassan, inklusive likviderbara fastigheter, uppgår till cirka 19 kronor per aktie. Ett normalår genererar Investment Management omkring 300 MSEK i rörelseresultat, motsvarande 3,3kr per aktie. Justerat för nettokassan värderas verksamheten i praktiken till cirka 0,7 gånger rörelseresultatet – för en skalbar affär med hög andel återkommande intäkter. Marknaden är fortsatt skeptisk, men vi ser tydlig uppsida när obligationslånen löses in och sentimentet förbättras.

Catella utgör 2,7% av Kavaljer Quality Focus.

Catella: Lång och fin tillväxt och en lönsamhet som äntligen bottnat ur



Tidsperiod	1 mån	Hittills i år	1 år	3 år	5 år	Sedan start*	Årlig snittavkastning
Kavaljer Quality Focus	-0,5%	-6,5%	-4,0%	27%	43%	110%	12,8%
OMXSPI-GI	4,5%	6,8%	11,2%	43%	60%	119%	13,5%
Dow Jones World Index	1,5%	4,7%	23,1%	66%	58%	103%	12,2%
Carnegie Small Cap Return Index	2,1%	-2,2%	-5,4%	13%	15%	64%	8,3%

* 5 augusti 2019

Proact: Sannolikt skördeår efter att ha städat klart

Proact IT är Europas ledande specialist inom datahantering med fokus på molntjänster och datacenterlösningar. Företaget hjälper över 4 000 kunder att lagra, koppla samman, skydda och driva värde genom sin data. Bolaget är positionerat för att dra nytta av teknologiska skiften oavsett riktning. Oavsett om trenden rör sig mot private cloud, public cloud eller on-prem-lösningar – hos kund eller hos Proact.

Bolaget är väl positionerat, främst tack vare bekräftad specialist-kompetens snarare än exponering mot en specifik lagringsmodell (dvs även agnostiskt kring AI). Styrkan ligger i de fyra kompletterande intäkts-strömmarna, där mixen kan variera över tid utan att affärsmodellen påverkas negativt.

Nästan hela resultatet genereras idag av NOBA (Norden & Baltikum), som står för 88% av EBITA och 55% av omsättningen. Det är också den del som nuvarande VD drev 2022–2025, då marginalen lyftes från 4–7% till stabilt över 10%. Kärnverksamheten är alltså bevisat lönsam.

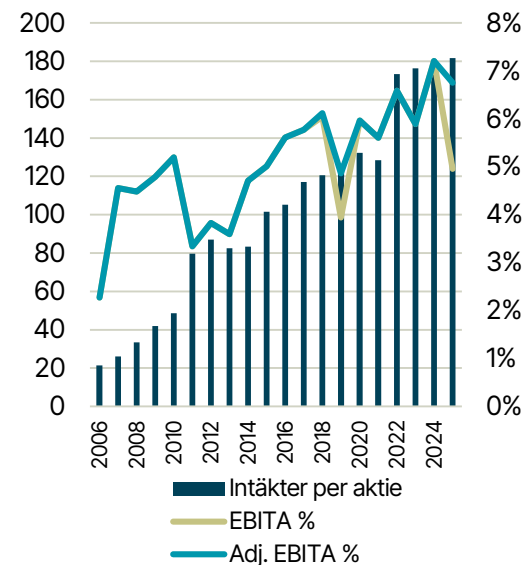
UK har vänt upp efter ett kostnadsprogram där man redan kan se både positiva effekter. Kvarvarande utmaning är West & Central.

Ett nytt besparingsprogram om 80 MSEK per år ger tydlig hävstång i detta sista problemområde. Tillsammans med förvärvet av Consular (~20 MSEK i årlig EBITA) tror vi att bolaget kan nå 9,2kr/aktie i vinst.

Vid kurs 101 kronor handlas bolaget till EV/EBITA 6,8 och P/E runt 11, klart under historiskt snitt kring 17, vilket ger oss en betydande säkerhetsmarginal.

Proact utgör 4,3% av Kavaljer Quality Focus.

Proact IT: Lång historik av fin tillväxt och ökad lönsamhet



Bolagsgenomgång: Huhtamäki – stabil kvalitet till historisk rabatt

Huhtamäki är en global förpackningskoncern med stark position inom hållbara livsmedels- och konsumentförpackningar. Verksamheten är uppdelad i fyra segment: North America (36%), Flexible Packaging (32%), Foodservice Packaging (24%) och Fiber Packaging (10%).

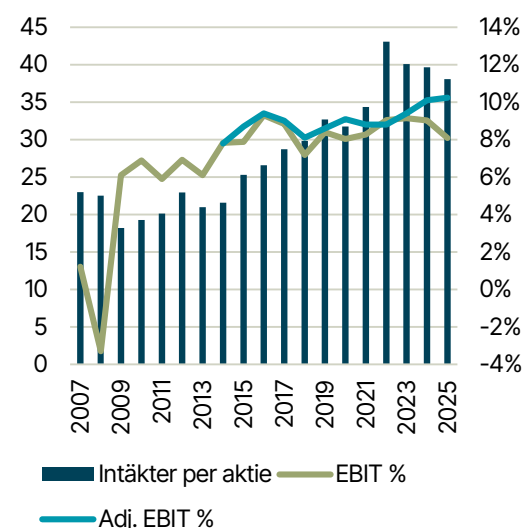
Tillväxten har historiskt varit stabil, i snitt 4,4% över tio år (mål 5–6%), men de senaste åren har varit svagare på grund av konjunktur och valutamotvind i Nordamerika. Lönsamheten har däremot förbättrats tydligt över tid, från 6–7% EBIT till över 10% på rullande tolv månader. I Q3 2025 levererade samtliga segment över 9% EBIT-marginal för första gången.

Ett effektiviseringsprogram om 100 MEUR slutfördes under 2025, tidigare och billigare än planerat. Besparingarna motsvarar cirka 2,5 procentenheters marginalförbättring och har redan gett effekt, särskilt inom Flexible Packaging. Samtidigt syns tecken på marknadsvändning: två segment (North America och Fiber Packaging) visade stark volymtillväxt under 2025.

Investeringar i Nordamerika tynger ännu med upprampsningskostnader men väntas bidra positivt från 2026. Med nettoskuld/EBITDA på 2,0x har bolaget finansiell flexibilitet för investeringar, förvärv och fortsatt utdelning (16 år i rad med höjd utdelning).

Aktien handlas till cirka EV/EBIT 11,1 och P/E 12,7 (justerat för engångsposter), klart under historiska nivåer om EV/EBIT 15 och P/E 19. Givet förbättrad lönsamhet, stark balansräkning och 3,6% direktavkastning ser vi attraktiv värdering och god marginal of safety.

Huhtamäki: Som en klocka, men temporär marknadsmotvind



Fördjupade tankar kring hållbarhet

Huhtamäki utmärkt även från ett hållbarhetsperspektiv

Huhtamäki visar på tydligt sätt hur hållbarhet kan integreras i affärsmodellen och samtidigt stärka både konkurrenskraft och resurseffektivitet.

Huhtamäki grundades under 1920-talet i Finland, efter en tid där den finska skogsindustrin sett en stor ekonomisk tillväxt, vilket lett till att finländarnas disponibla inkomster ökat avsevärt.

En ung visionär vid namn Heikki Huhtamäki fick då en idé, reste till Ryssland för att lära sig om konfektyrtillverkning, och grundade sedan en godisfabrik i en gammal lada ute på den västfinländska landsbygden.

Redan från start handlade Huhtamäkis verksamhet dock om mer än själva konfektyren. För att kunna distribuera sina produkter till en växande marknad började de tidigt tillverka sina egna förpackningar – i trä och andra skogsbaserade material.

Under de följande decennierna växte Huhtamäki till ett globalt industribolag genom en kombination av organisk tillväxt och strategiska förvärv. Affärsmodellen utvecklades i takt med förändrade konsumtionsmönster och tekniska framsteg, och kom under perioder att omfatta flera olika materiallösningar, inklusive plast. På senare år har bolaget dock gjort ett tydligt strategiskt val att renodla sin verksamhet mot fiber- och pappersbaserade förpackningar.

Idag är över 70% av Huhtamäkis produkter designade för återvinning, kompostering eller återanvändning, och i princip all fiber kommer från återvunna eller certifierade material. De har dessutom mål om att öka andelen cirkulära material fram till 2030. Det här gör att de är väl rustade och står sig konkurrenskraftiga jämfört mot sina konkurrenter inför EU:s kommande förpackningsregelverk som ställer ökade krav förpackningsproducenter.

Huhtamäki är ett utmärkt exempel på ett bolag som genom att integrera sitt hållbarhetsarbete kan reducera risk, stärka sin konkurrenskraft och samtidigt bidra till långsiktigt värdeskapande.

Huhtamäki utgör 4,1% av Kavaljer Quality Focus.

“Nothing changes sentiment like price.”

Howard Marks

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

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