

Månadsrapport juli 2026

Kavaljer Quality Focus

+4,1%

avkastning juli 2026

+13%

avkastning fem år



Månadskommentar

Bra sommarmånad

Juli blev en stark svensk börs månad där Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) steg med 2,2%, men något svagare för världsindex (Dow Jones Global Index) med -0,2%. Småbolagsindex (Carnegie Small Cap Return Index Sverige) utvecklades något bättre än breda index med +2,5%.

Stark rapportperiod och en lovande konjunkturvändning

Rapportperioden för det andra kvartalet präglade juli och var överlag stark för våra portföljbolag. Carasent, Storytel, Bravida, Inwido, Ratos och Huhtamäki hörde till de bolag som utmärkte sig särskilt positivt. Några rapporter mottogs svagare av marknaden, men vi bedömer att svagheterna är av tillfällig karaktär och att bolagens långsiktiga potential är intakt. Vi har därför utnyttjat kursnedgångarna till att öka vårt ägande.

Dessutom har fyra av våra innehav fått se värdeskapande strukturaffärer - dels Bahnhof som fått ett indikativt bud från Telenor, dels Valmet som utvärderar att särnotera sina två affärsben, dels RVRC och AOJ som genomfört betydande förvärv.

I övrigt börjar vi se positiva tecken gällande konjunkturen. Sverige är i en stabil, bred återhämtning med låg inflation. Europa har just vänt upp men är fragilt. USA växer men risken är kring inflation. Energipriserna och Mellanöstern-konflikten fortsätter att utgöra en stor osäkerhet.

Vår generella vy kring makro är att det sällan är värt att spekulera kring. Däremot tycker vi att nuläget är extra intressant med avseende på vår portfölj.

Som vi tryckt på i många månadsbrev äger vi många bolag som handlas till rekordlåga vinstmultiplar trots nedtryckt nuvarande intjäning. Anledningen har varit att momentum för bolagen varit svagt. Trots att börsen brukar se igenom temporär svaghet har vår bedömning varit att börsen nu istället dissat bolag som påverkats av lågkonjunkturen och vars cykel inte ännu vänt.

Vår tolkning, vilket bekräftats av många Q2-rapporter, är att momentum för vinstutvecklingen i våra innehav är på väg att bli mer positivt. Detta vore mycket positivt för vår portfölj då vi i många lägen ser möjlighet till den sällsynta kombinationen av intäktstillväxt, marginalexpansion och multipelexpansion - en kombination som kan ge mycket explosiva uppgångar.

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	1019 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	1,7	3,85
Beta	0,87	0,82
Sharpe-kvot	0,35	0,11
Standardavvikelse	15,55	18,12

Riskmått för A-klass

Fondens utveckling

Kavaljer Quality Focus utvecklades starkt, med +4,1% under månaden. Under de senaste 5 åren uppgår fondens avkastning till +13%, jämfört med +32% för Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) och -5% för småbolsindex.

Störst positivt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Valmet, Storytel och Inwido. Störst negativt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Swedencare, Svedbergs och CAG Group.

Förändringar och innehav

Fonden har under månaden minskat innehavet i Pandora och sålt hela innehaven i Bahnhof i samband med Telenor-budet samt Nilörngruppen där budet som väntat gick igenom. Dessutom har vi ökat i ChemoMetec, Xvivo, BoneSupport, Nederman, ITAB, Proact och Valmet.

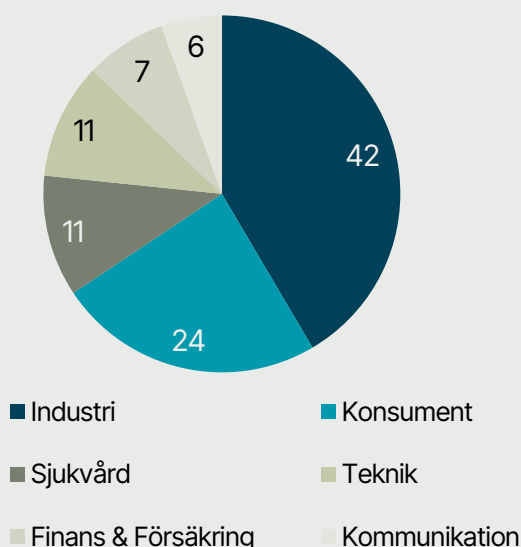
Aktieandelen var 97,5%.

20 största innehaven i %

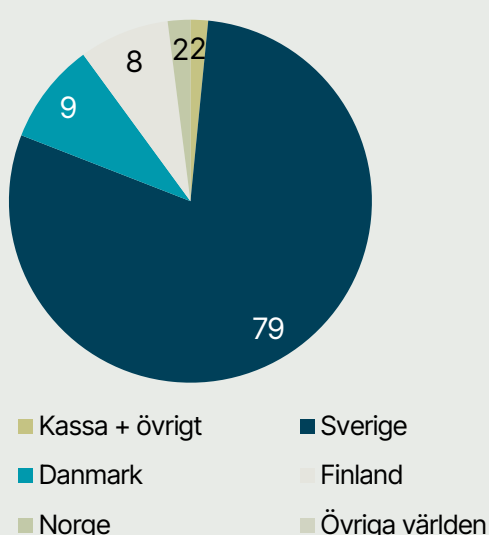
Carasent	4,5
Storytel	4,5
Revolutionrace	4,5
Securitas	4,4
Inwido	4,1
Proact IT Group	4,0
New Wave	3,9
Nederman	3,9
Huhtamäki	3,8
Valmet	3,7
Pandora	3,7
ITAB Shop Concept	3,6
Ratos	3,5
Swedencare	3,4
Xvivo Perfusion	3,4
Bonesupport	3,3
Brdr. A&O Johansen	3,1
Alligo	3,1
Bravida Holding	2,8
Idun Industrier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

Totalt antal portföljinnehav	33
Topp-20 % av totalen	73,7

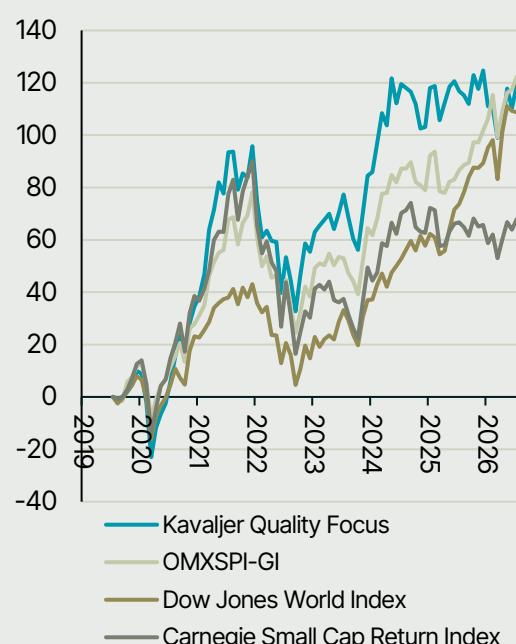
Branschfördelning i %



Geografisk fördelning i %



Avkastning efter avgifter



Bäst och sämst – månadens bidragsgivare

Bolag	Avkastningsbidrag
Valmet	+0,8%
Storytel	+0,8%
Inwido	+0,7%
Swedencare	-0,4%
Svedbergs Group	-0,2%
CAG Group	-0,2%

Fördjupade tankar kring våra innehav

Idun Industrier - Långsiktig serieförvärvare, främst inom industri

Idun Industrier är en serieförvärvare med fokus på B2B-företag, främst inom industrisektorn. Bolaget noterades på börsen 2021 och har en långsiktig strategi för värdeskapande genom selektiva förvärv. Modellen går ut på att man köper välutvecklade småbolag med starkt kassaflöde och återinvesterar vinsterna i nya förvärv, en compounding-modell.

Grundare är Adam Samuelsson (tidigare Nordic Capital/Bufab) som är styrelseordförande. Han leder bolaget tillsammans med VD Henrik Mella och deras originalteam, vilket signalerar långsiktigt engagemang.

Förvärvar marknadsdominanter i smala industri-nischer

Idun förvärvar företag som redan är etablerade marknadsledare inom snäva industriella nischer, ofta med 50–70% marknadsandel. Styrkan ligger inte i extraordinär tillväxt utan i urstark tillförlitlighet kombinerat med pålitliga kassaflöden. En ROE på ~25% vittnar om höga kvalitetskrav.

Förvärvsstrategi och ägarstruktur

Idun identifierar och genomför sina förvärv på egen hand, ofta utan att behöva konkurrera med andra köpare om priset. Det har resulterat i en historisk genomsnittlig förvärvsmultiplikator på 5–7 gånger rörelsevinsten. Vanligtvis förvärvar Idun 70–80% av bolaget, medan säljaren behåller resterande andel. Det bidrar till att säkerställa ett fortsatt starkt engagemang från nyckelpersoner.

Insynsägandet uppgår till hela 44% av kapitalet och 84% av rösterna. Förutom ledningen äger duktiga kapitalallokerare såsom Gunnar Tindberg (Indutrades grundare) och David Mindus (Sagax) betydande positioner.

Återhämtning och tillväxtpotential

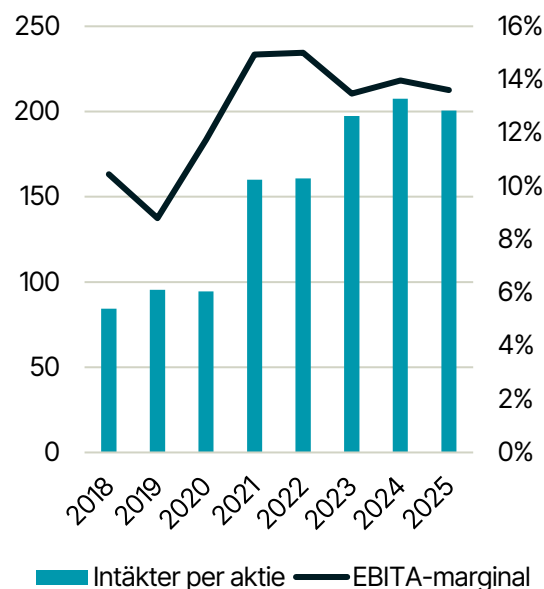
Idun har höga marginaler och en bevisad historik av stabil tillväxt. Idun växer både organiskt och genom förvärv, där den organiska EBITA-tillväxten uppgår till 4–6% årligen, medan den förvärvade tillväxten ligger på 8–10%. Målsättningen är att växa EBITA per aktie med 15% vs historik på nära 30%.

Efter svagare år 2024–2025 drivet av högt skuldsättning och avvaktande konjunktur, har Idun via starka kassaflöden minskat sin skuldsättning och återupptagit förvärvstakten.

Värdering

Idun värderas till 13x 2026e EBITA (16x P/E exklusive goodwill), lägst bland svenska compounder-peers trots en dokumenterad 25% ROE. En kvalitativ serieförvärvare på denna nivå värderas typiskt till 17–18x EBITA. En ökad förvärvsaktivitet och förbättrad konjunktur lär ge stark vinsttillväxt det närmaste året, vilket borde kunna stänga en del av värderingsgapet.

Idun: Fin historik. Pausade förvärv 2024–2025 men ökad förvärvsaktivitet lär ge stark vinsttillväxt framgent.



Tidsperiod	1 mån	Hittills i år	1 år	3 år	5 år	Sedan start*	Årlig snittavkast.
Kavaljer Quality Focus	4,1%	-2,5%	1,0%	24%	13%	119%	13,6%
OMXSPI-GI	2,2%	10,2%	19,1%	45%	32%	126%	14,1%
Dow Jones World Index	-0,2%	10,3%	20,2%	57%	55%	114%	13,1%
Carnegie Small Cap Return Index	2,5%	1,3%	0,8%	22%	-5,4%	69%	8,9%

* 5 augusti 2019

Bud på Bahnhof från Telenor

Under månaden köpte Telenor en majoritetspost i Bahnhof till 20% premie, samtidigt som Telenor har indikerat att man ska lägga ett bud på 62kr på resterande aktier i Bahnhof. Även om vi tycker att premien var något låg så ser vi bättre möjligheter i andra investeringar och har därför valt att ta hem vinsten. Bahnhof utgjorde 1,9% av fonden innan budet.

Betydande förvärv av RVRC – adderar drygt 20% till vinsten

RVRC (Revolution Race) (4,5% av fonden) förvärvade den 9 juli 90,1% av ICANIWILL AB, ett community-drivet tränings- och sportswear-varumärke grundat 2012. Bolagets intäkter uppgår till 470m SEK med 15,6% EBIT-marginal. Förvärvet adderar alltså nästan 25% på topline och drygt 20% till rörelsevinsten.

Bolaget har vuxit och växer fortsatt framgångsrikt med ca 30% på årsbasis. Med tanke på detta tycker vi att prislappen på 9,5x tillbakablickande EBIT är attraktiv.

Finansieringen sker genom en blandning av egna återköpta aktier och befintliga kontanter och en mindre skuld. Nettokassan per den senaste rapporten uppgick till 361m SEK och kontantdelen av betalningen uppgick till 467m SEK. Efter förvärvet är nettoskuld/EBITDA på rimliga 0,3x.

Modeexponeringen är hög, och ICANIWILLs snabba tillväxt har främst drivits av en estetisk trend snarare än teknisk produktöverlägsenhet. Varumärken som bygger mer på identitet än funktion riskerar att snabbt tappa momentum. Samtidigt har träningskläder visat sig mer uthålliga än streetwear, och ICANIWILLs höga återköpsgrad och starka kundlojalitet talar för att varumärket är mer än en tillfällig trend. RVRCs distributionskapacitet kan dessutom accelerera tillväxten i kanaler där ICANIWILL är underrepresenterat. Så även om moderisken är hög så finns även möjliga synergier. Dessutom är prislappen så pass låg att vi anser att den tar höjd för moderisken.

Betydande förvärv tar AOJ in i Norge – adderar 28% på EBITDA

Brdr. A&O Johansen (AOJ, 3,1% av fonden) lade under månaden ett rekommenderat bud på norska Elektroimportøren AS. Budet uppgår till 1,1 mdr NOK (~700m DKK) och finansieras med lån.

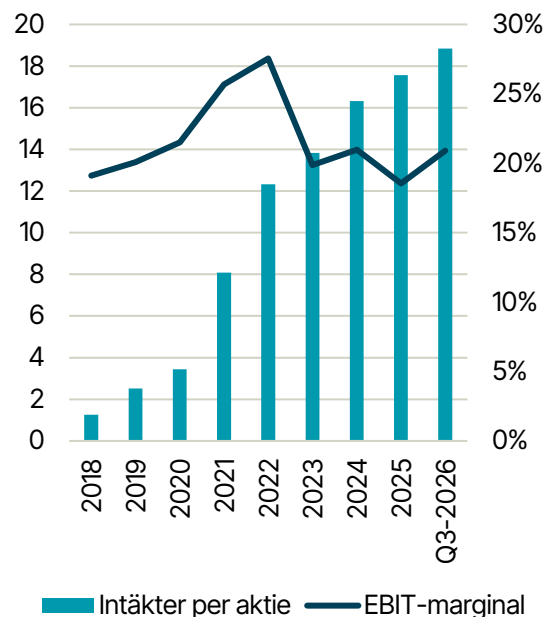
Affären är påtagligt stor satt i relation till AOJs egen verksamhet. Elektroimportørens omsättning om ~1,8 mdr NOK (~1,1 mdr DKK) adderar cirka 18% på AOJs intäkter om 6,1 mdr DKK (FY2025). Än mer slående är EBITDA-bidraget: med en marginal om 10,8% genererar Elektroimportøren ~121m DKK — motsvarande ungefär 28% av AOJ.

Detta är ett transformativt förvärv, inte en marginell tilläggsaffär. Går budet igenom som planerat under Q3 2026 förändras AOJs intjäningsprofil och nordiska närvaro i grunden. Generellt föredrar vi flera mindre förvärv före stora och transformativa, i synnerhet när skuldsättningen redan är hög.

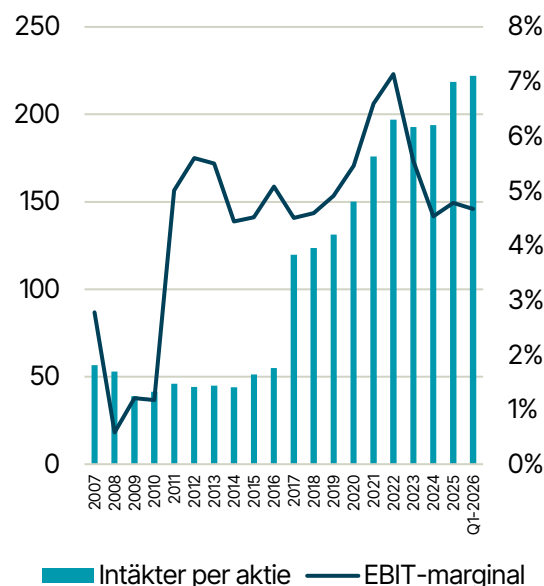
Nettoskuld/EBITDA låg på 2,9x efter Q1 2026. Efter förvärvet går den upp till 3,3x på rapporterade siffror. Detta är högt och högre än vad vi normalt är bekväma med. Det ska dock sägas att detta är på lågkonjunktursvinst och att bolaget guidat för att EBITDA ska växa med ca 6-15% 2026.

På den positiva sidan gör man ett uppköp i lågkonjunktur, vilket skapar en uppsida på intjänningen. Dessutom är VD och huvudägare Niels Johansen en försiktig och långsiktig general som aldrig skulle ta alltför stora risker.

RVRC: Imponerande organisk historik. Nu första förvärvet.



AOJ: Mindre känsligt för konjunktur än tidigare. Brukar göra mindre förvärv, men nu ett stort.



Swedencare: Frustrerande kommunikation, men solid verksamhet

Swedencare (3,4% av fonden) redovisade en organisk tillväxt på 7% under det andra kvartalet, samtidigt som lönsamheten förbättrades. Aktien föll dock med 14%, eftersom tillväxten var lägre än vad bolaget hade indikerat inför rapporten. Även denna gång berodde avvikelserna på att en stor order hamnade på fel sida av kvartalsskiftet. Den kraftiga kursreaktionen speglar därför främst marknadens försvagade förtroende för bolaget.

Trots detta bedömer vi att verksamheten i grunden är stabil. Svagheter finns främst inom NaturVet, där utvecklingen delvis kan förklaras av den nyligen genomförda omprofileringen och övertagandet av försäljningen via Amazon i egen regi. Dessa initiativ väntas bidra till högre tillväxt och förbättrad lönsamhet under det andra halvåret. Övriga delar av verksamheten utvecklas redan mycket väl.

Ledningen vet nu att man måste leverera i linje med sin prognos för det andra halvåret. Trots det guidar bolaget för en tvåsiffrig tillväxt och förbättrad lönsamhet, med stöd av både lägre externa kostnader och en stabil kostnadsbas som fördelas över högre intäkter.

Ett P/E-tal på 12 för 2026, justerat för förvärvsrelaterade avskrivningar, är enligt vår bedömning för lågt för ett konjunkturokänsligt bolag med hög lönsamhet, stark kassagenerering och goda långsiktiga tillväxtpotentialer. Vi tror fortsatt på en årlig vinsttillväxt på 10–15%. För att investeringen ska utvecklas väl krävs dock att bolaget levererar i linje med sin kommunikation och återvinner marknadens förtroende.

Mot bakgrund av den höga aktiviteten och de höga värderingsmultiplarna på den onoterade djurhälsomarknaden, samt ledningsförändringen hos huvudägaren Symrise, bedömer vi att ett bud på Swedencare inte vore osannolikt.

Proact: Momentum har vänt till styrka – men värderingen är fortsatt låg

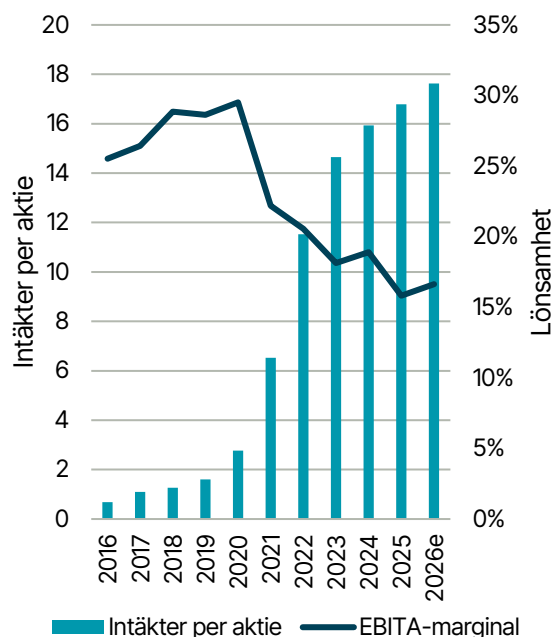
Proact (4,0% av fonden) levererade sin andra riktigt starka kvartalsrapport i rad, drivet dels av en framgångsrik vändning i regionerna West och Central, dels av en ökad efterfrågan på system. Bolaget gynnas av en mycket stark strukturell trend, där den främsta drivkraften är kundernas behov av att byta eller anpassa sina lösningar för datalagring. Tidigare tekniskiften har visserligen skapat liknande behov, men vi bedömer att AI förstärker trenden genom kraftigt ökade datamängder.

Efterfrågan på bolagets system är för närvarande exceptionellt stark och överstiger bolagets leveranskapacitet. Även om efterfrågan skulle avta från dagens höga nivåer väntas den positiva effekten på försäljningen därför bestå under en längre tid, i takt med att bolaget successivt arbetar sig igenom den uppbyggda orderboken.

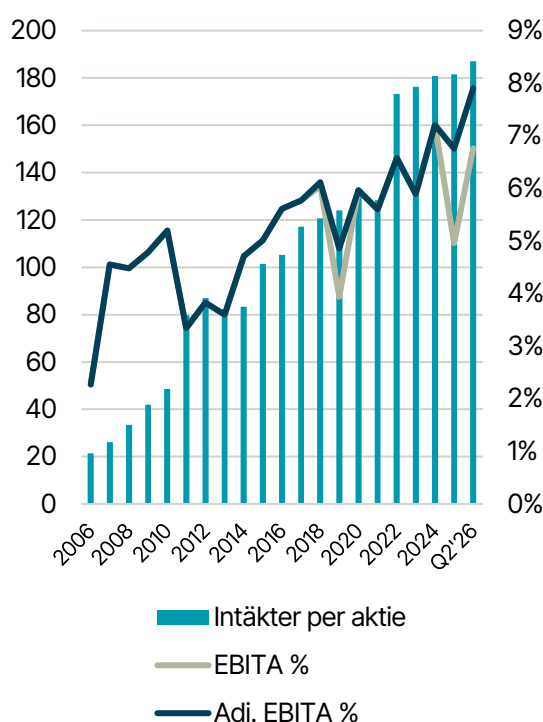
VD:n framhöll att höga hårdvarupriser och långa leveranstider skapar möjligheter för Proact att erbjuda sina tjänster som ett alternativ till kundernas egna inköp. Efter installationen genererar lösningarna dessutom återkommande serviceintäkter för Proact.

Även om Proact-aktien har utvecklats starkt bedömer vi att vinsten har goda förutsättningar att fortsätta växa, både under de närmaste kvartalen och under kommande år. Samtidigt ser vi utrymme för P/E-talet att stiga till 16–17, vilket motsvarar aktiens genomsnittliga värdering under de senaste tio åren. Det skulle innebära en aktiekurs på cirka 170 kr och därmed en fortsatt god uppsida.

Swedencare: Verksamheten går ok men ledningens förtroende är i botten



Proact: Lång historik av fin tillväxt och ökande lönsamhet



Valmet: Stark Q2 och överväger att särnotera sina två affärsben

Valmet (3,8% av fonden) presenterade en stark rapport för det andra kvartalet, med en god utveckling över hela linjen. Dessutom överväger bolaget att dela upp verksamheten och särnotera de två affärsområdena. Valmet har länge handlats med en tydlig substansrabatt, där de enskilda delarnas samlade värde bedöms vara betydligt högre än bolagets nuvarande börsvärde.

En avknoppning skulle förenkla värderingen och på sikt även underlätta kapitalallokeringen. Eftersom investerare generellt föredrar tydliga och lättbegripliga bolagsstrukturer bedömer vi att en uppdelning skulle kunna synliggöra betydande värden.

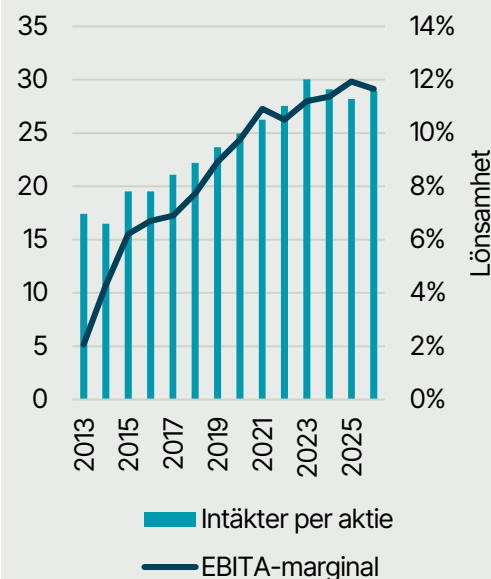
De två bolagen skiljer sig markant åt avseende lönsamhet, marginalstabilitet, slutmarknadsexponering och orderstorlek, en sammansatt struktur har straffat Process Performance med en massa- och pappersrabatt som nu bör försvinna.

Den strategiska inriktningen skiljer sig även åt. Process Performance siktar på att accelerera både organisk och förvärvad tillväxt med expansion in i nya vertikaler som kemi, gas samt mat och dryck. Biomaterials är kapitallätt med hög ROCE och förväntas prioritera tillväxt inom Service.

I vår egna sum-of-the-parts-värdering (SOTP), det vill säga en värdering av bolagets två delar var för sig, erhåller vi ett sammanlagt värde om 34 euro per aktie. Då använder vi medvetet konservativa multiplar om 8x EBITA för den "lågkvalitativa" Biomaterials-delen och 15x EBITA för Process Performance. Detta ska jämföras med 23x EBITA för ABB för 2026e, vilket är bästa peer till Process Performance. Även 8x för Biomaterial Solutions är konservativt och ska jämföras med närmaste peer Andritz som värderas till 11x EBITA.

Även efter drygt 20% uppgång värderades bolaget till 8,4x EBITA för 2026e. Med tanke på att värderealisering lär ske rätt snart ser vi detta som ett mycket intressant läge och har därför valt att ökat vår position.

Valmet: Fin helhet men skulle synliggöra värden bättre som två separata enheter



"It's far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price."

Warren Buffet

Nacka Strand 4 augusti 2026

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

Mer information om fonden

Informationen nedan hittar ni på

<https://kavaljer.se/>