Kavaljer

Månadsrapport oktober 2026

Kavaljer Quality Focus

+2,1%
avkastning oktober 2026

+23%
avkastning fem år



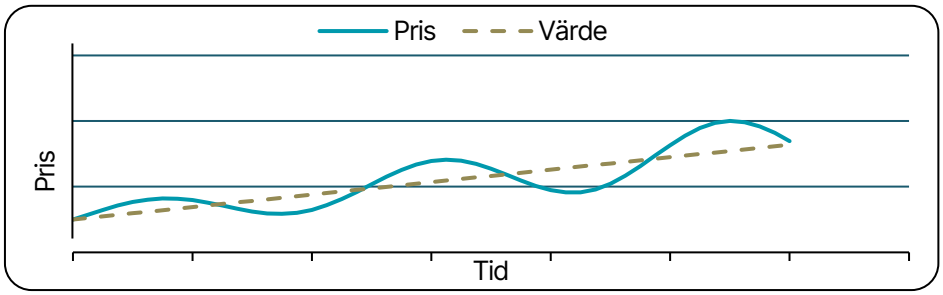
Månadskommentar

Oro för AI-investeringar och Mellanöstern tyngde världsindex
Oktober blev en blandad börsmånad där breda Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) utvecklades positivt, +0,8%, medan världsindex (Dow Jones Global Index) föll med 1,8%. Småbolagsindex (Carnegie Small Cap Return Index Sverige) utvecklades +0,8%. Kavaljer Quality Focus ökade värdet med +2,1%.

Världsindex tyngdes av två saker. Dels växte oron för att tron på nästan oändliga AI-investeringar är överdriven, vilket slog mot de högt värderade bolag som förväntas tjäna mest på dem. Dels fortsatte oron i Mellanöstern att hålla energi- och fraktpriserna höga, vilket ökar kostnaderna för många företag och driver inflationsoro.

Kvalitet till rätt pris: därför har vi köpt tillbaka två tidigare innehav
Vår strategi är att äga kvalitetsbolag vars inneboende värde växer över tid. Värdet förändras i regel i maklig takt, medan aktiekurser rör sig betydligt mer. Marknaden tenderar att överdriva både positiva och negativa signaler om ett bolags framtid. Därför stiger aktier ofta för mycket när det går bra och faller för mycket när svaghet syns. Benjamin Graham liknade börsen vid "Mr Market", en affärspartner vars humör avgör vilket pris han erbjuder för dagen – något vi jobbar för att utnyttja till vår fördel.

Marknaden svänger mellan mani och depression
– värdet svänger betydligt mindre och ökar över tid i kvalitetsbolag



För oss räcker det därför inte att äga bra bolag. Vi följer hela tiden priset i förhållande till värdet. Senare i brevet beskriver vi två exempel: den paneuropeiska nätmäklaren FlatexDEGIRO och det norska försäkringsbolaget Protector Forsikring. Båda har vi ägt med stora uppgångar under 2025 och 2026, och vi sålde när vi ansåg att bolagen var fullvärderade. I Protectors fall var vi dessutom osäkra på den kortsiktiga utvecklingen.

Nu har Mr Market enligt vår bedömning svängt för långt åt andra hållet. I oktober hade FlatexDEGIRO fallit med omkring 40% från toppen och värderas till under 12 gånger vinsten för innevarande år. Protector hade fallit med omkring 25% och värderas då till ett P/E-tal på 15. Vi har därför åter köpt in oss i båda bolagen. Samtidigt har vi sålt Bravida då vi bedömer aktien vara fullvärderad. Kvalitetsbolag vars värde växer över tid, i kombination med disciplin kring vad vi betalar, är kärnan i hur vi förvaltar fonden. Det är den kombinationen vi tror skapar överavkastning över tid.

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.

Fondfakta

Startdatum	augusti 2019
Risknivå	4 av 7
Antal innehav	25-40
Handel	Dagligen
Fondbetyg (Morningstar)	★★★★
Kategori	Sverige, små/medelstora bolag
SFDR klassificering	Artikel 8
AUM	976 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	2,73	4,92
Beta	0,86	0,83
Sharpe-kvot	0,76	0,20
Standardavvikelse	14,75	17,78

Riskmått för A-klass

Aktiekursen är inget facit

Om svårigheten att hålla isär pris och värde
Ett av de svåraste momenten i förvaltning är att hålla isär pris och värde, inte i teorin utan i vardagen. Aktiekursen uppdateras varje sekund och syns direkt i portföljen, medan förändringar i ett bolags värde visar sig långsamt, kvartal för kvartal. Det ligger därför nära till hands att låta det som syns tydligast bli måttstocken: har aktien fallit måste något ha gått fel, har den stigit måste vi ha haft rätt.

Har bolagets värde förändrats, eller bara priset?

Kursen skriver berättelsen
Vi ser ofta att förklaringen kommer efter kursrörelsen snarare än före. När en aktie faller letar marknaden efter orsaker, och den hittar dem nästan alltid. Varje bolag har risker: en stor kund som kan gå förlorad, en konkurrent som kan pressa priserna, en konjunktur som kan försvagas. Risker som var kända och diskuterade för ett halvår sedan framstår plötsligt som besannade, trots att inget i bolagets siffror har förändrats. Kursfallet blir beviset, och beviset blir skälet att sälja.

När aktien faller: att inte låta rädslan styra
Vid ett kursfall ställer vi oss alltid samma fråga: har bolagets värde förändrats, eller bara priset? Ibland är svaret att vi har haft fel och att något väsentligt har hänt i bolaget. Då ska vi agera. Ofta har dock den långsiktiga intjäningsförmågan inte förändrats nämnvärt, och då är ett lägre pris snarare en möjlighet än en varning. Det är så vi ser på FlatexDEGIRO och Protector. Svårigheten är att oron brukar vara som störst just när värderingen är som mest attraktiv.

Ett bra bolag kan bli en dålig investering om priset blir för högt.

När aktien stiger: att inte gifta sig med den
Samma misstag kan uppstå åt andra hållet, men är svårare att upptäcka eftersom utvecklingen känns positiv. En aktie som stiger bekräftar analysen, och varje ny uppgång blir ytterligare ett bevis på att analysen var riktig. Risker som tidigare vägde tungt hamnar gradvis i bakgrunden, och fokus förskjuts från att pröva investeringscaset till att försvara det. Även ett bra bolag kan dock bli en dålig investering om priset blir för högt. Den framtida avkastningen avgörs till stor del av priset vid investeringstillfället. Att sälja ett bolag vi tycker om när värderingen har sprungit iväg är därför en lika viktig del av arbetet som att köpa.

Vi följer bolaget, inte kursgrafen
Vi är inte immuna mot dessa reflexer, men vi arbetar för att minska deras inverkan. Innan vi köper formulerar vi vad investeringen bygger på och vad som skulle få oss att ändra uppfattning. När kursen sedan rör sig kraftigt går vi tillbaka till det underlaget och följer bolagets försäljning, marginaler och kassaflöden snarare än aktiens utveckling. Det är i bolagens rapporter, inte i kursen, som vi ser om vår bedömning håller.

"På kort sikt är börsen en röstningsmaskin, på lång sikt en våg."

Benjamin Graham

Benjamin Graham uttryckte det som att börsen på kort sikt är en röstningsmaskin och på lång sikt en våg. På kort sikt speglar kursen stämningen kring ett bolag, på lång sikt bolagets värdeutveckling. Den som låter kursen bli facit riskerar att sälja när aktien är som billigast och behålla den när den är som dyrast. Vi strävar efter att göra tvärtom.

Fondens utveckling

Kavaljer Quality Focus utvecklades bättre än samtliga index och steg med 2,1% under månaden. Under de senaste 5 åren uppgår fondens avkastning till +23%, jämfört med +35% för Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) och -4% för småbolagsindex.

Störst positivt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Bonesupport, New Wave och Nederman. Störst negativt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Huhtamäki, Swedencare och ITAB.

Förändringar och innehav

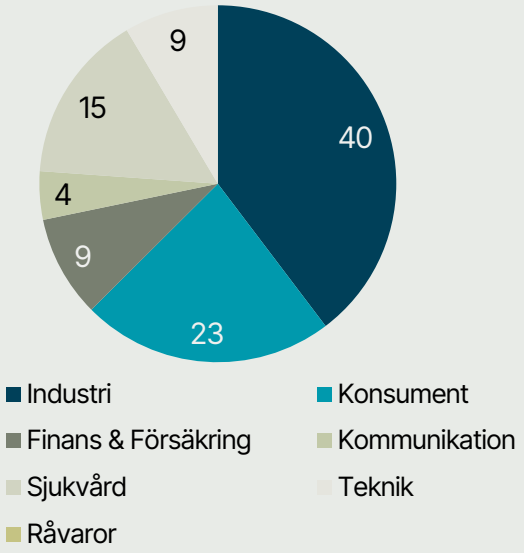
Fonden har under månaden sålt innehaven i Bravida och BTS, samt minskat innehaven i Proact, Carasent, Bonesupport, Storytel och CAG. Dessutom har vi köpt tillbaka Protector Forsikring och flatexDEGIRO, samt ökat i ITAB.

Aktieandelen var 98%.

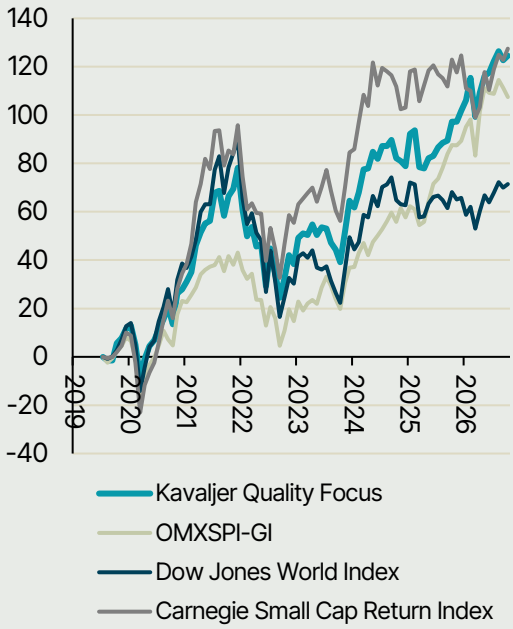
20 största innehaven, %

Nederman	5,2
New Wave	5,1
Securitas	4,9
Proact IT Group	4,9
Carasent	4,8
Inwido	4,7
Revolutionrace	4,3
ITAB Shop Concept	4,3
Valmet	4,3
Ratos	4,1
Bonesupport	4,1
Storytel	3,4
ChemoMetec	3,2
Swedencare	3,1
Huhtamäki	3,0
Brdr. A&O Johansen	2,9
Xvivo Perfusion	2,8
Idun Industrier	2,7
Alligo	2,6
Protector Forsikring	2,5
Totalt antal portföljinnehav	**32**
Topp-20 andel av totalen, %	**76,9**

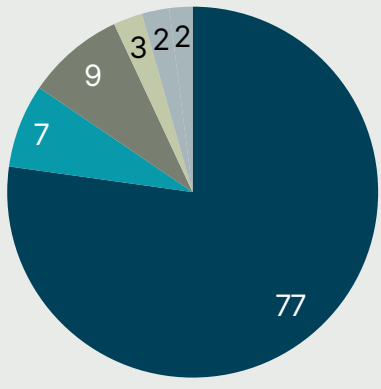
Branschfördelning i %



Avkastning efter avgifter



Geografisk fördelning i %



Bäst och sämst – månadens bidragsgivare

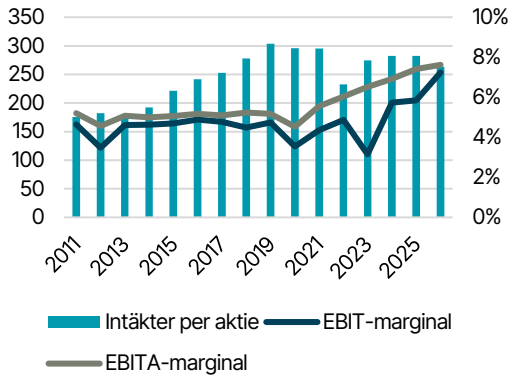
Bolag	Avkastningsbidrag
Bonesupport	+1,8%
New Wave	+0,7%
Nederman	+0,5%
Huhtamäki	-0,4%
Swedencare	-0,4%
ITAB	-0,3%

Utvalda rapportkommentarer

Securitas (4,9% av fonden): Rapporten tyngdes av två tillfälliga faktorer. Mellanösternoron minskade flygvolymerna mitt i högsäsong, vilket gav uteblivna intäkter men oförändrade personalkostnader, även om flygplatskontrakt bara står för 5–6% av intäkterna. I Pinkerton väntar bolaget in nya kunder efter ett förlorat kontrakt i stället för att dra ner på kostnaderna, vilket pressar EBITA med 2–4%. Lönsamheten kan förbättras antingen genom att nya kunder fyller beläggningen eller genom att kostnaderna anpassas, och båda vägarna driver vinsttillväxt. Teknik & Lösningar växte organiskt med 6%, med stark orderingång, inte minst från datacenter åt Microsoft och Amazon, och vi räknar med ännu starkare tillväxt där i fjärde kvartalet.

Kundretentionen på 89% ligger under målet på 93%, delvis för att bolaget medvetet avslutat olönsamma kontrakt, och fler kunder köper nu flera tjänster, vilket gör dem svårare att tappa. Vi räknar med omkring 15% högre vinst per aktie nästa år. Vi bedömer att P/E 11,5 för 2027, eller 10 gånger fritt kassaflöde, är för lågt för en stabil bas med en framtidssäkrande teknikdel.

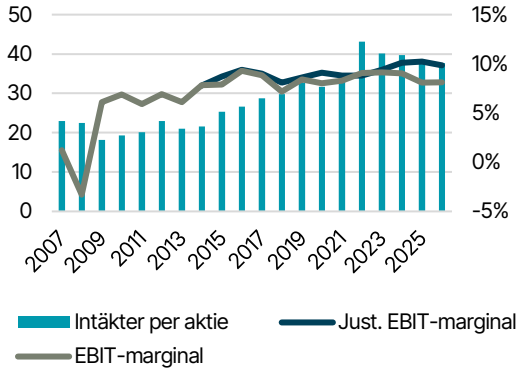
Securitas: Lönsamhetsförbättringar och underliggande tillväxt



Huhtamäki (3,0% av fonden): Fiber och Flexible utvecklas väl, medan marginalen i North America föll till 4,3% i tredje kvartalet på svag efterfrågan, högre fraktkostnader och problem i två nya fabriker. Foodservice också svagt och låg på 8% EBITA exklusive en engångsintäkt. Vi bedömer att North America bör gå att åtgärda, eftersom problemen är fabriksspecifika och liknar dem Flexible hade i Indien och Turkiet. Där vände bolaget utvecklingen 2025 med särskilda förbättringsteam för de svagaste enheterna och med marginal före volym som princip. I Foodservice är utsikterna sämre: segmentet har få stora kunder, är efterfrågestyrt och har redan genomfört sina kostnadsbesparingar, vilket gör det svårt att fixa utan kräver att antalet restaurangbesök ökar.

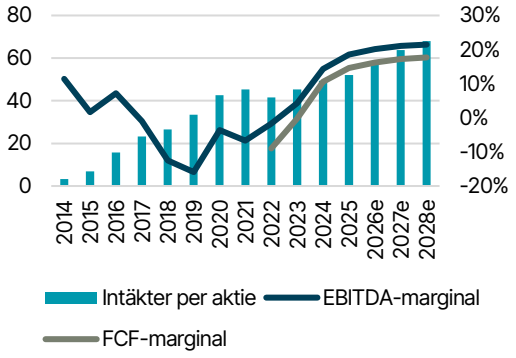
Bolaget har höjt utdelningen 17 år i rad och nådde 2025 sin högsta marginal någonsin, omkring 10%. Med vår skattning om 2,18 EUR i vinst per aktie 2027 värderas aktien till P/E 11,6, mot ett genomsnitt på knappt 20 de senaste tio åren.

Huhtamäki: Som en klocka, men pressat av svag konsument



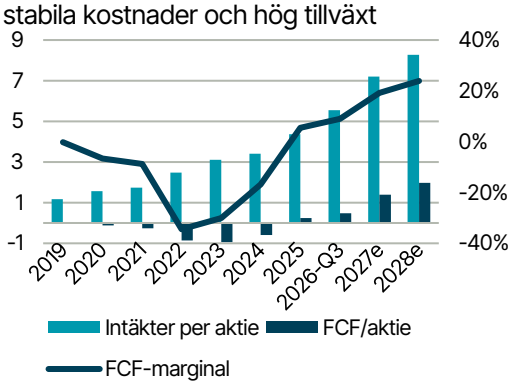
Storytel (3,4% av fonden): Rapporten var klart starkare än väntat. Intäkterna ökade med 16,5% (11,7% organiskt) till 1 179 MSEK, där publishing stod för överraskningen med 31% tillväxt (26% organiskt) och en EBITDA-marginal på 36,2%. Nykundsintaget om 80 000 prenumeranter var det starkaste sedan tredje kvartalet 2023. Intäkten per användare (ARPU) växte dessutom för första gången på två och ett halvt år. Bruttomarginalen i streaming steg till 37,6%, men underliggande är marginalen sämre eftersom Polen och Nederländerna växer snabbt och marknadsföringen ökade med 15%. Den inkrementella marginalen på justerad EBITDA är hög, 33%, och ledningen ser fortsatt utrymme för marginalförbättringar men i lägre takt. Högre kundtapp bland nya kunder, främst i Finland, bedömer vi som mindre oroande, eftersom Storytel och Bookbeat tar kunder av varandra fram och tillbaka. Ledningen ser goda förutsättningar att nå målet för fjärde kvartalet, vilket kräver cirka 50 000 nya prenumeranter. Vi följer framöver vilken lönsamhet de nya prenumeranterna ger i Europa, där Polen med 300 000 prenumeranter är den viktigaste marknaden.

Storytel: Ett maskineri som fortsätter att leverera starkt



Carasent (4,7% av fonden): Rapporten var i linje med våra förväntningar, och bolaget skalar väl med 20% marginal. AI-tjänsten MedSum, som sparar läkaren omkring en timmes administration per dag, utvecklades något bättre än väntat, med omkring 300 betalande användare vid september månads slut jämfört med 13 i januari. Kring årsskiftet rullas ett nytt gränssnitt ut i journalsystemet WebDoc där AI finns med i hela arbetsflödet. I Norden växte de återkommande intäkterna organiskt med 16%, bland annat med ett nytt stort kontrakt för Metodika i Norge, och förvärvet av InfoSolutions går enligt plan, med kostnadsbesparingar som redan syns och en prishöjning på 20% från första kvartalet 2027. Tyskland utvecklas något långsammare än väntat, med 5% lägre återkommande intäkter än ifjol, men står för knappt 9% av intäkterna och är en option snarare än en förutsättning. Vi tror på 2kr i vinst per aktie (fritt kassaflöde) 2028, vilket ger en värdering på 14 gånger, något vi fortfarande anser vara för lågt.

Carasent: Lönsamheten skalar med stabila kostnader och hög tillväxt



Fördjupade tankar kring våra innehav

Protector Forsikring

15% billigare och orosmolnen var mindre än befarat → vi har köpt tillbaka aktien

Protector är ett norskt skadeförsäkringsbolag grundat 2004 med fokus på företag och kommuner, främst inom bilflottor och fastigheter. Ett egenutvecklat IT-system och en prestationsdriven kultur gör bolaget till både kostnads- och kvalitetsledare, och det går bara in i segment där det kan bli bland de tre största. Premierna har vuxit med i snitt 19% per år under 20 år, samtidigt som lönsamheten varit god, cirka 15%.

Vi köpte aktien i mars 2025 med tesen att Protector kan ta marknadsandelar i Storbritannien och upprepa framgångarna på nya marknader, främst Frankrike. Aktien steg med omkring 70% på knappt ett år, men i augusti sålde vi efter stora insynsförsäljningar och signaler om prispress på marknaden.

Ränteuppgången påverkar Protector positivt: Eftersom försäkringskunder försäkrar sig på förhand och eventuella skadeutbetalningar sker i efterhand skapas en överlikviditet som Protector investerar i ungefär 85% obligationer och 15% aktier. När räntor stiger sjunker värdet på obligationer med lång löptid. Detta tror vi många oroar sig för. Däremot är Protectors obligationer är till stor del korta med rörlig ränta, så kupongerna stiger med räntan. Därför får Protector en begränsad negativ effekt direkt, medan förväntad avkastning på obligationer kommande år ökar.

Mjuknande marknad, men inte överallt: En mjuk marknad innebär att konkurrenter sänker priserna för att växa, vilket pressar lönsamheten. Försvagningen är främst koncentrerad till brittisk offentlig sektor och privatkundsledet.

Storbritannien – överlönsamheten normaliseras, men tillväxtbanan är lång: 2023 var året då Protectors premieintäkter i UK mer än dubblades genom stora avtal inom offentlig sektor. Marginalerna för dessa kontrakt var ohållbart höga och Protectors lönsamhet i UK har varit nära 30% på sistone. Vi bedömer att lönsamheten där kan minska fram till slutet av 2027. Tillväxten väntas i stället komma från företagskunder, som redan står för ungefär hälften av de brittiska intäkterna. Där har Protector omkring 2% marknadsandel, jämfört med cirka 12% i Norden och att det finns goda skäl till att tro att Protector når dit över tid.

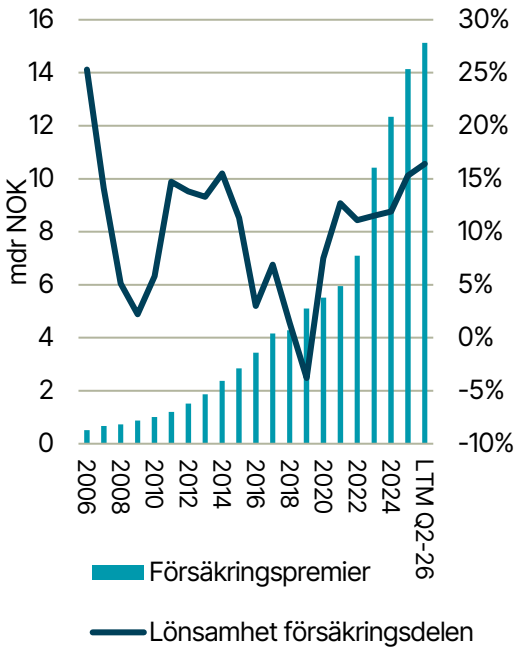
Frankrike kan bli nästa tillväxtmotor: Den franska marknaden är lika stor som den brittiska, och förutsättningarna ser ännu bättre ut: Protector har relationer med mäklare som når 80–90% av marknaden och en mer professionell organisation än vid starten i Storbritannien. Frankrike har under 2026 varit en viktig bidragsgivare för Protectors tillväxt, och vi tror att detta kan fortgå i många år framöver.

Rimliga skäl bakom insynsförsäljningarna: Både vd och investeringschefen har gjort ordentliga uppgraderingar av sina bostäder, vilket mer än väl förklarar försäljningarna i somras (de som tillsammans med prispressen gjorde att vi sålde).

Värdering: Efter att vi sålde kring drygt 480 NOK sjönk aktien till 400. Samtidigt hade vår oro kring insynsförsäljningar fått ett bra svar och att prispressen endast finns i vissa segment och inte hela marknaden, varför vi köpte tillbaka våra aktier. Till P/E 15 för 2027 ser vi en attraktiv värdering i förhållande till bolagets tillväxt.

Protector Forsikring utgör 2,6% av Kavaljer Quality Focus.

Protector Forsikring: 20 år av 19% årlig tillväxt och god lönsamhet



Tidsperiod	1 mån	Hittills i år	1 år	3 år	5 år	Sedan start*	Årlig snittavkast.
Kavaljer Quality Focus	2,1%	1,2%	2,0%	46%	23%	127%	14,3%
OMXSPI-GI	0,8%	11,3%	13,9%	61%	35%	128%	14,3%
Dow Jones World Index	-1,8%	9,6%	10,6%	73%	55%	113%	13,0%
Carnegie Small Cap Return Index	0,8%	3,4%	1,9%	40%	-3,9%	73%	9,3%

** 5 augusti 2019*

FlatexDegiro

Tillbaka i en gammal favorit – samma fina verksamhet men 40% billigare
Vi köpte in den paneuropeiska nätmäklaren FlatexDegiro i februari 2025, utifrån vår bedömning att det är ett kvalitetsbolag med hög tillväxt i en fragmenterad europeisk marknad och en skalbar affärsmodell. Aktien värderades då till ett P/E-tal om 11 på bolagets guidning för 2027, medan vi bedömde att 20 var rimligare. Aktien dubblades på mindre än ett år och vi sålde i februari i år på omkring 40 EUR. Nu har den fallit till 25 EUR, närmare 40% under toppen, och vi har åter köpt in oss.

Bolaget erbjuder aktiehandel och sparande för privatpersoner under varumärkena flatex i Tyskland och Österrike och DEGIRO i övriga Europa, med omkring 3,7 miljoner kunder. Intäkterna kommer främst från courtage och från ränta på kundernas kassa, som står för ungefär en tredjedel.

Under 2025 växte intäkterna med 17% till 560 miljoner euro, och under första halvåret 2026 med 22% jämfört med samma period året innan. Eftersom plattformens kostnader till stor del är fasta har lönsamheten samtidigt förbättrats: vinsten steg med 41% under första halvåret och vinstmarginalen från 29% till 34%. Bolaget räknar nu med att redan i år nå eller överträffa den guidning för 2027 som gavs 2025. Kunderna stannar dessutom – bara omkring 1,4% av kontona avslutas per år.

Orosmolnen – och hur vi ser på dem
Ledning och styrning: I september lämnade styrelseordföranden sin post efter oenighet om strategin. Finanschefen blev vd för mäkleriverksamheten, medan den sittande vd:n behåller företagskunder och treasury. Dessutom rekryterades en tillväxtchef från kryptoplattformen Bitpanda.

Det väckte oro för att grundaren och huvudägaren Bernd Förtsch, som äger cirka 15%, tar ett fastare grepp utan att prioritera aktieägarna. Bolaget delar bara ut 20% av vinsten, trots mer kapital än verksamheten kräver.

Vi tolkar skiftena som en satsning på tillväxt och bedömer att huvudägarens intressen sammanfaller med övriga aktieägares. Den 15 oktober kom det tecken vi ville se: ett återköpsprogram om upp till 100 miljoner euro, motsvarande 3,5% av aktierna. Förtsch har sedan dess köpt aktier för 3,6 miljoner euro.

Handelsaktiviteten: Tack vare skalbarheten faller intäkten från varje affär nästan helt ned till sista raden, så lägre handel slår snabbt mot vinsten. En krasch bland hajpade AI-aktier skulle därför kunna pressa intjäningen, eftersom många sparare då tenderar att ”strutsa” och sluta handla. Hittills har aktiviteten legat stabilt kring 20–26 affärer per kund och år sedan 2024, långt från det överhettade läget 2021. Dessutom ger ränteintäkterna (37% av intäkterna i Q3 2026) en buffert.

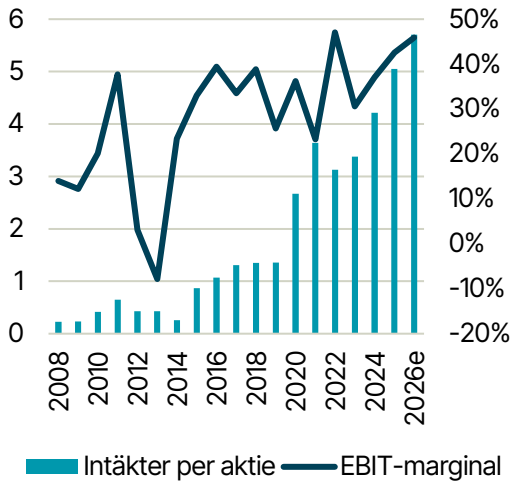
Nederländsk skatt: Reformen föreslås nu beskatta aktier först vid försäljning från 2028, i stället för årligen på orealiserade vinster. Effekten bör bli begränsad, eftersom bolagets drygt 900 000 nederländska kunder främst sparar långsiktigt i fonder och därför tror vi att intäkt per kund därifrån är relativt låg.

Nykundsintaget: Det här är den oro vi tar mest på allvar. Antalet nya konton var 15% lägre under januari–augusti än året innan, trots kraftigt ökad marknadsföring, och kostnaden per ny kund fördubblades under första kvartalet. Det statligt subventionerade tyska pensionssparkontot från 2027, som flatex redan erbjuder avgiftsfritt, kan bli en ny kanal för kunder.

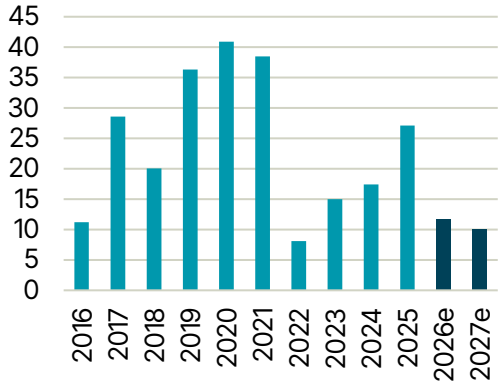
Attraktiv värdering för en lång tillväxtresa: Till dagens kurs handlas aktien till ett P/E-tal under 11 för 2026, det vill säga knappt elva gånger årets förväntade vinst, och under 10 för 2027. Det är till och med lägre än när vi köpte första gången, för ett bolag med lång historik av lönsam tillväxt och en fortsatt lång tillväxtbana. Dessutom värderas bolaget klart lägre än Nordnet och Avanza trots att vi bedömer att FlatexDegiro är bolaget med störst möjlighet till hög uthållig vinsttillväxt. Vi bedömer att dagens kurs ger en god säkerhetsmarginal även med något lägre nykundsintag.

FlatexDegiro utgör 2,4% av Kavaljer Quality Focus.

FlatexDegiro: Imponerande historik och lång tillväxtbana kvar



FlatexDegiro: P/E-talet nu tillbaka på attraktiva nivåer



Peer-tabell: europeiska nätmäklare

Nyckeltal	Flatex DEGIRO	Avanza	Nordnet
Antal kunder / konton (miljoner)	3,7	2,4	2,6
Antal marknader	16	1	4
AUM / sparkapital	112 650	112 664	128 850
Intäkter	640	458	555
Årlig intäkt per kund (EUR)	180	200	229
EBIT-marginal	44,3%	69,0%	70,6%
Nettovinst	205	269	316
Market cap	2 606	5 100	7 482
P/E-tal (bakåtblickande)	12,7x	19,0x	23,7x
P/AUM	2,3%	4,5%	5,8%
P/S-tal (bakåtblickande)	4,1x	11,1x	13,5x

MEUR om inget annat anges. Kunder och sparkapital per 30 sep 2026, resultatposter LTM okt 2025–sep 2026.

BTS Group

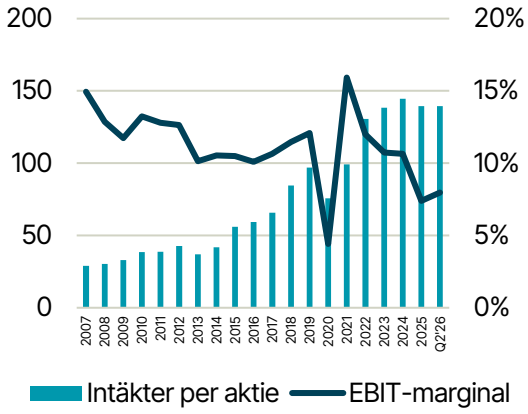
Vår tes håller, men värderingen ger inte längre samma säkerhetsmarginal
I april skrev vi om BTS Group, ett konsultbolag som hjälper stora företag att genomföra sina strategier och utveckla sina ledare, bland annat med hjälp av affärssimuleringar. Aktien hade då tyngts av oro för att AI skulle göra bolagets simuleringar till en lösning bland många. Vi bedömde att den risken var överdriven, åtminstone på några års sikt. BTS är i grunden ett konsultbolag där simuleringen är det som särskiljer erbjudandet, och vi bedömde att AI de närmaste åren snarare kunde sänka bolagets kostnader än pressa intäkterna. Marknaden värderade ändå bolaget som en konsult med låg lönsamhet. Den räknade inte med den period av ovanligt hög lönsamhet som vi trodde kunde komma först.

Kursen har mer än fördubblats från botten
Sedan dess har aktien gått från knappt 100kr i botten till omkring 225kr. Utvecklingen har gått i den riktning vi hoppades. Nordamerika var bolagets enda större operativa problem och växer igen, och sedan första kvartalet 2026 har denna del återgått till lönsam tillväxt.

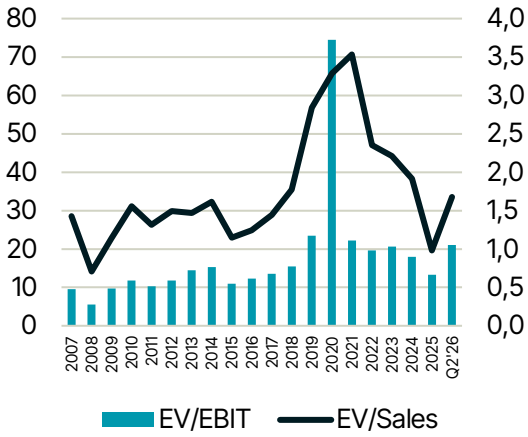
Samma tes, men en annan värdering
Vi har inte ändrat vår syn på bolaget. Det som har förändrats är priset. I april skissade vi på att BTS om två till tre år skulle kunna nå en rörelsemarginal före förvärvsrelaterade avskrivningar (EBITA-marginal) kring 20%. Aktien skulle då kunna värderas till omkring 13 gånger det resultatet. Från kursnivåerna i våras innebar det en mångdubbling. Vid dagens kurs har en stor del av den uppsidan redan tagits ut, och den potential som återstår förutsätter i stort sett att allt går enligt plan.

Det var just utrymmet för felsteg som gjorde aktien extra intressant. AI-risken på längre sikt finns kvar. Vid dagens värdering skulle en svagare utveckling än vi räknat med slå hårdare mot kursen än när aktien handlades kring 100kr. Vi bedömer därför att förhållandet mellan risk och möjlighet inte längre är lika attraktivt, och fonden har sålt hela innehavet.

BTS Group: Temporära problemen visade sig vara just temporära



BTS Group: Värderingen normaliserad. Fortsätta lönsamhets-förbättringar ger dock ytterligare betydande uppsida.



Swedencare

Förtroendekris men aktien lär repa sig så fort bolaget levererar på löfte
Swedencare utvecklar och säljer premiumprodukter för husdjur, bland annat för tandhälsa och kosttillskott. Bolaget har historiskt vuxit snabbt, organiskt och genom förvärv, med en EBITDA-marginal kring 25%. De senaste åren har tillväxten dämpats till omkring 10%, och EBITA-marginalen har sjunkit till omkring 17%.

Rapporten var en tydlig besvikelse, med en organisk tillväxt på endast 2% men en godtagbar EBITA-marginal på drygt 17%. Förklaringarna till den svaga tillväxten verkar var för sig rimliga. Problemet är att bortförklaringar har blivit regel snarare än undantag, vilket har skadat förtroendet för aktien.

Nordamerika avgör
Stora delar av verksamheten utvecklas väl, men lönsamheten i Nordamerika, framför allt i NaturVet, behöver förbättras och skuldsättningen om 3,0 gånger EBITDA behöver minska. Kostnaderna där har varit för höga men närmar sig nu rimliga nivåer. På Amazon har tredjepartssäljare dumpat priserna på NaturVets produkter, som därmed tappat i rankning. Problemet ska nu vara löst, men tillväxten är ännu svag. Om Nordamerika når en rimlig lönsamhet bedömer vi att vinstökningen kan bli betydande, vilket också kan återställa förtroendet.

Låg värdering i förhållande till vinsten
För 2027 bedömer vi att minst 5% tillväxt och 18% EBITA-marginal är rimligt. Det ger ett P/E-tal på knappt 9, justerat för förvärvsrelaterade avskrivningar. Vi bedömer att värderingen är för låg och att den kan normaliseras när ledningen återvinner marknadens förtroende.

Swedencare utgör 3,1% av Kavaljer Quality Focus.

Bonesupport

Tillväxten accelererar trots att högre ersättning i USA knappt börjat verka
Bonesupport, med bas i Lund, säljer Cerament, ett injicerbart benersättningsmaterial som med tiden omvandlas till patientens egen benvävnad. Varianterna Cerament G och Cerament V avger dessutom antibiotika (gentamicin respektive vankomycin) direkt där det behövs, vilket är särskilt värdefullt vid svårbehandlade beninfektioner. Cerament används inom fot och fotled, ledproteskirurgi och trauma, det vill säga frakturer. USA står i dag för 84% av försäljningen och 90% av rörelseresultatet.

Klart starkare än väntat – och bättre i alla delar
Intäkterna ökade med 39% under tredje kvartalet. Försäljningen ökade dessutom jämfört med andra kvartalet i alla delar av verksamheten. Den starka tillväxten var välkommen efter en period med något svagare trend. För helåret räknar bolaget med en tillväxt om 33–35%.

Fler kunder som dessutom använder produkten mer
Bolaget fortsätter att vinna nya kunder i hög takt, och de säljare som anställts under det senaste året verkar ha kommit igång väl. Samtidigt ökar användningen hos befintliga kunder.

Försäljningen växte inom alla tre områdena (trauma, fot och fotled), och bolaget bedömer att penetrationen inom trauma över tid kan nå samma nivå som inom fot och fotled, där den fortfarande är låg. Med Cerament V hoppas bolaget nå nya kirurger, eftersom allt fler amerikanska kirurger tycks föredra vankomycin, och räknar med att produkten bara i liten utsträckning tar försäljning från Cerament G.

Ny ersättning i USA ger främst effekt under 2027
Sedan den 1 oktober placeras behandlingar med Cerament G vid komplexa beninfektioner i de högst ersatta diagnosgrupperna inom Medicare, dvs den amerikanska statliga sjukförsäkringen för äldre. Beslutet från myndigheten CMS (Centers for Medicare & Medicaid Services) innebär att sjukhusen får bättre betalt när de använder produkten. Det gäller bara inneliggande vård, men det är där merparten av försäljningen sker i dag. Bolaget tror också att ersättningen kan dämpa den ryckiga användning som syntes under andra kvartalet, då sjukhusen växlade mellan att använda produkten och att avvakta.

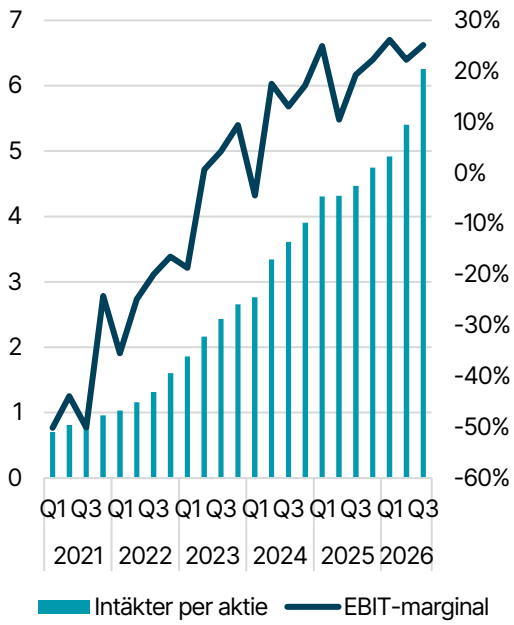
Högre ersättning är inte bara bra för BoneSupport, utan potentiellt en game changer. Att bolagets produkter älskas och föredras av kirurger vet vi redan, där har aldrig osäkerheten funnits. Vad som varit ett skav är att tendensen varit att läkare börjat använda Cerament för en allt högre andel av sina operationer. Eftersom produkten är klart dyrare än alternativen, i kombination med att ersättningen från Medicare inte varit tillräckligt hög, har kirurgernas användning av Cerment ofta stött på patrull av sjukhusets ekonomichef. Detta har skapat en ryckighet i adoptionen per sjukhus eftersom BoneSupport varit tvungen att utbilda sjukhuset kring att patientens livstidskostnad faktiskt reduceras med Cerament eftersom biverkningar minskar.

Hög lönsamhet trots att full skala ännu inte är nådd
Rörelsemarginalen är nu omkring 33%, trots att bolaget ännu är för litet för att fullt ut dra nytta av sina stordriftsfördelar. Omkring 44% av den ökade försäljningen blev rörelseresultat, och vi bedömer att den nivån ligger närmare den marginal bolaget kan nå på lång sikt. Provisionerna till säljledet låg stabilt kring 32% av försäljningen. Under de kommande kvartalen och nästa år kommer bolaget att investera mer i den amerikanska säljorganisationen.

Sammanfattning: Vi bedömer att Bonesupport har goda förutsättningar att fortsätta växa lönsamt, med stöd av fler kunder, ökad användning per kund och en förbättrad ersättning i USA som ännu inte har fått full effekt. Aktien har gått riktigt starkt efter rapporten för det tredje kvartalet, varför vi har minskat vårt innehav. Vi bedömer dock att aktiens långsiktiga potential är mycket hög.

Bonesupport utgör 4,1% av Kavaljer Quality Focus.

BoneSupport: Kraftig tillväxt som nu accelererar med hög skalbarhet



Bravida

Fullvärderat kvalitetsbolag som nu bärs av AI-storyn

Bravida är ett av Nordens största installationsbolag. Bolaget installerar och underhåller el, VVS, automation och säkerhetsteknik, och ungefär hälften av omsättningen kommer från service, det vill säga löpande underhåll som är mindre konjunkturkänsligt än nyinstallationer. Det ger en relativt hög förutsägbarhet i intjäningen, och över tid har vinsten per aktie vuxit starkt.

Värderingen har dock varit mycket volatil under 2020-talet. Först gick bolaget från att uppfattas som relativt "tråkigt" till att bli en älskad serieförvärvare, det vill säga ett bolag som växer genom många förvärv av mindre företag. Sedan sågs det som ett konjunkturkänsligt bolag, som så många andra svenska bolag, och drabbades dessutom av stora nedskrivningar i danska projekt. Våren 2024 anklagade Region Skåne bolaget för överfakturering, och flera kommuner och regioner har därefter riktat liknande anklagelser. Det fick marknaden att ifrågasätta bolagsbygget i grunden. När Danmark under 2025 hade vänt började bolaget vips ta stora order för installation av datacenter, och därmed blev det en AI-vinnare, alla börsnoterade bolags dröm. Där är vi i dag.

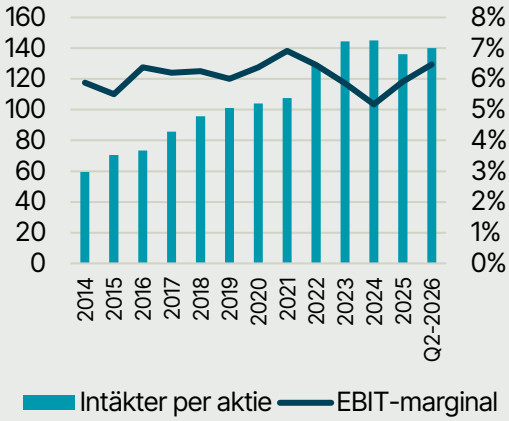
Marknadens syn på Bravida har svängt som en jojo de senaste åren. När bolaget haft ett negativt skimmer över sig har värderingen varit mycket låg i förhållande till bolagets kvalitet. Vi bedömer att det omvända gäller när det positiva skimret är påtagligt, då riskerar värderingen att bli för hög.

För ett år sedan, när bolagets trovärdighet ifrågasattes efter anklagelserna om överfakturering, stod aktien i cirka 80kr och var vårt största innehav. I dag, kring 150kr, har aktien stigit med cirka 80% och handlas till ett P/E-tal på nästan 22 baserat på de senaste tolv månadernas vinst, det vill säga nästan 22 gånger vad bolaget tjänat under perioden. Då har vi sålt våra sista aktier.

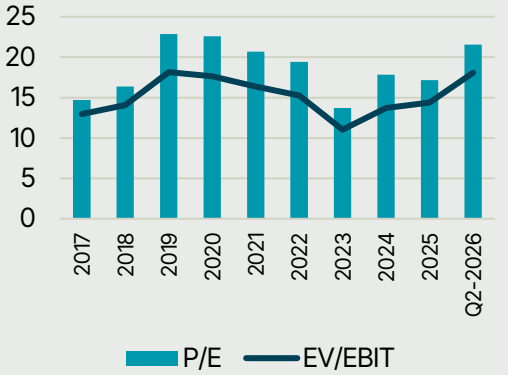
Även om AI-optimismen kan fortsätta och Bravida fortsätter att leverera i linje med sin fina historik har osäkerheten kring den framtida tillväxten ökat. Det har blivit allt svårare att bedöma hur stor drivkraft datacenterinvesteringarna blir framöver, och hur stor del av den volymen Bravida kan ta. Även lönsamheten i dessa stora projekt är svårt att förutspå.

Vi bedömer att en värdering på nästan 22 gånger vinsten lämnar litet utrymme för besvikelser när underlaget är så osäkert. Får vi en lägre värdering, eller bättre sikt på hur stor datacenteraffären kan bli och vilken andel Bravida tar, vill vi gärna äga det fina kvalitetsbolaget igen.

Bravida: Ett tillförlitligt maskineri



Bravida: Topp-multiplar trots nära rekordlönsamhet



"Price is what you pay, value is what you get."

Warren Buffet

Nacka Strand 2 november 2026
Peter Lindvall, Håkan Telander, Jesper von Koch, Jakob Wahlberg

Mer information om fonden
Informationen nedan 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