

Månadsrapport maj 2026

Kavaljer Quality Focus

+7,2%
avkastning maj 2026

+20%
avkastning fem år



Månadskommentar

Stark börsmånad

Maj blev en mycket stark börsmånad för storbolag där breda Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) steg med 3,4% och världsindex (Dow Jones Global Index) med +4,8%. Småbolagsindex (Carnegie Small Cap Return Index Sverige) steg med +4,1%.

Ökad frekvens av bolagsförvärv och uppköp från börsen

Sverige har befunnit sig i lågkonjunktur sedan 2022–2023. Nedgången har varit längre och djupare än i många jämförbara länder, och småbolag – generellt sett mindre globala än storbolag – har drabbats extra hårt med pressade vinster som följd.

Börsen har som vi tidigare noterat belönat bolag med starkt momentum, det vill säga bolag vars vinster och aktiekurs befinner sig i en tydlig uppåtgående trend, medan bolag med god historik men tillfälligt nedtryckt intjänning har straffats. Resultatet är en tydlig värderingsklyfta: momentumbolag handlas till höga multiplar på toppvinster, medan bolag med temporära problem handlas till låga multiplar på lågkonjunkturvinster.

Den kombinationen – pressade småbolagskurser och högt värderade storbolag – skapar gynnsamma förutsättningar för uppköp. Den rationelle köparen tittar på normaliserad intjänning, ser ett välskött bolag till låg vinstmultipel och agerar. Det är i grunden en motpol till den för tillfället dominerande och hittills framgångsrika momentumstrategin.

Hittills i år har tre bolag köpts ut från den svenska börsen: Nilörngruppen (som vi äger), Cint och Sleep Cycle. Givet rådande börsläge bedömer vi att fler följer.

Lång lågkonjunktur öppnar för opportunistiska förvärv

Värderingsmultiplar på onoterade bolag tenderar att vara mer stabila än på börsen, vilket gör det mer fördelaktigt att sälja i högkonjunktur än det motsatta.

Tänk dig en ägare som styr och äger sitt bolag och planerar att gå i pension. De senaste åren har bjudit på pandemi, komponentbrist, hög inflation, krig och en lågkonjunktur utan synligt slut. Till slut ger ägaren upp tanken på att sälja i högkonjunktur till högt pris – och accepterar istället ett bud på en medioker vinst till en medioker multipel.

Det skapar förvärvsmöjligheter, vilket flera av våra portföljbolag agerat på. Längre fram i brevet går vi igenom vår syn på ett urval av dessa förvärv.

RISIKINFORMATION: Informationen i detta månadsbrev 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	1 032 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	3,96	3,31
Beta	0,85	0,82
Sharpe-kvot	0,27	0,16
Standardavvikelse	15,18	18,33

Riskmått för A-klass

Fondens utveckling

Avkastningen för Kavaljer Quality Focus uppgick under månaden till +7,2%. Under de senaste 5 åren uppgår fondens avkastning till +19,7%, jämfört med +39,4% för Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI), men ynka +2,2% för småbolagsindex.

Störst positivt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Nilörngruppen, Proact IT, Pandora och BTS. Störst negativt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Firefly, Catella och Carasent.

Förändringar och innehav

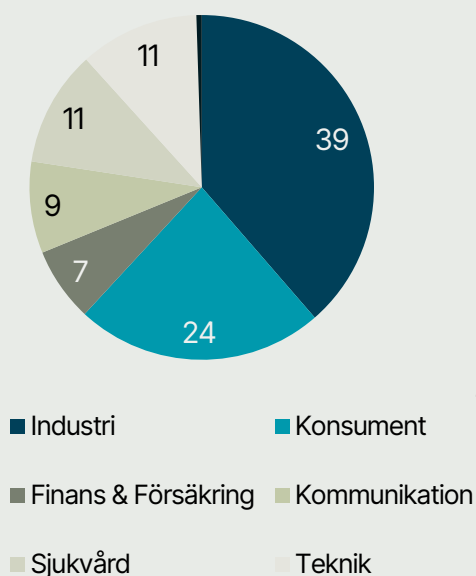
Fonden har under månaden helt sålt innehavet i Green Landscaping, samt minskat innehaven i Proact IT, Storytel, BTS, Bravida och Alligo. Fonden har ökat i Nederman, Swedencare, ITAB, Svedbergs, AOJ, Bahnhof, Inwido, RVRC och Xvivo.

Aktieandelen var 99%.

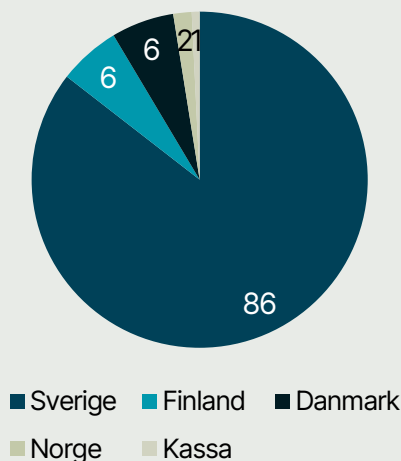
20 största innehaven, %

Storytel	4,9
Proact IT Group	4,6
Securitas	4,4
Carasent	4,2
New Wave	4,1
Revolutionrace	4,0
Swedencare	3,7
Nederman	3,4
ITAB Shop Concept	3,4
Inwido	3,4
Ratos	3,3
Huhtamäki	3,3
Bravida Holding	3,2
Alligo	3,2
Bonesupport	3,2
Xvivo Perfusion	3,1
Brdr. A&O Johansen	3,1
Pandora	3,0
Idun Industrier	2,7
Valmet	2,7
Totalt antal portföljinnehav	36
Topp-20 % av totalen	70,7

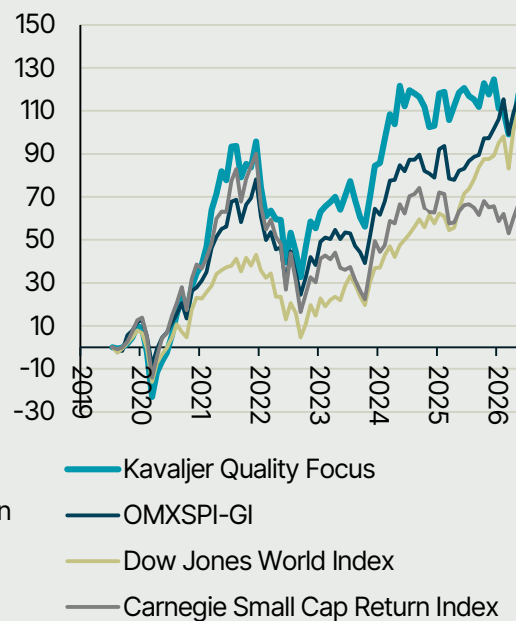
Branschfördelning i %



Geografisk fördelning i %



Avkastning efter avgifter, %



Bäst och sämst - månadens bidragsgivare

Bolag	Avkastningsbidrag
Nilörngruppen	+1,1%
Proact IT	+1,0%
Pandora	+0,7%
Firefly	-0,2%
Catella	-0,1%
Carasent	-0,1%

Fördjupade tankar kring våra innehav

Bolagsgenomgång: Nederman – Kvalitativt industribolag med låg värdering på lågkonjunktursvinster

Nederman är en global ledare inom industriell luftfiltrering med över 80 års historik. Bolaget har utvecklats från produktleverantör till helhetsleverantör av lösningar som renar luft, minskar energiförbrukning och hjälper industrin att möta skärpta miljökrav. Kombinationen av produkter, system, service och digital övervakning ger återkommande intäkter och bra kundrelationer.

Verksamheten är diversifierad över fyra lönsamma divisioner. Kundbasen är bred och ingen kund står för mer än drygt 1 procent av försäljningen. Nederman är marknadsledare i EMEA och har en stark global position.

Historiskt har bolaget levererat omkring 9% årlig tillväxt i vinst per aktie över 20 år, drivet av strukturell medvind, ökad marknadsandel och mindre förvärv. Marginalerna har stärkts successivt och kassagenereringen är hög, med fritt kassaflöde ungefär 115% av nettovinsten. Nettoskulden är cirka 2,1x EBITDA och utdelningen motsvarar 3,3% direktavkastning.

Ägarlistan är stark med Latour som huvudägare med nästan 30%. VDs ägande uppgår till 40msek och flera i ledningen äger aktier för ca 1 msek.

Nuläge och varför aktien är extra intressant nu

Svag makro och geopolitisk oro har bromsat större projekt, vilket ihop med att ca 40% av intäkterna är från Nordamerika, dvs intäkter i USD som har försvagats, har lett till lägre intäkter och pressad lönsamhet.

I slutet av Q1 såg bolaget att det segment som typiskt är tidigast i cykeln började vända uppåt. Normalt vänder detta först och sen följer resten. Något som styrker detta är att sedan februari i år har inte mindre än 14 insynsköp från åtta olika insynspersoner genomförts.

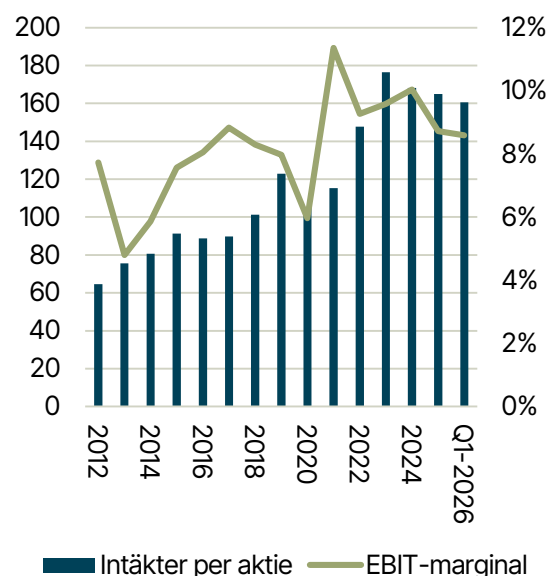
P/E-talet är 16 på tillbakablickande siffror mot historiskt snitt på 20-22, och detta på en riktig lågkonjunkturvinst. Vid en vändning av marknaden, vilket alltså verkar vara på gång, tror vi att aktien kan gå starkt mycket snabbt.

Efter att Latour nyligen sålt Securitas och Assa Abloy för 5 mdr SEK tror vi att sannolikheten för ett eventuellt utköp av Nederman ökat. Latour har signalerat ökad satsning på sin onoterade portfölj, och med Nederman på bara 1-1,5% av NAV finns tydliga skäl att öka ägarandelen. Tillgänglig likviditet matchar väl mot Nedermans börsvärde om drygt 4 mdr SEK.

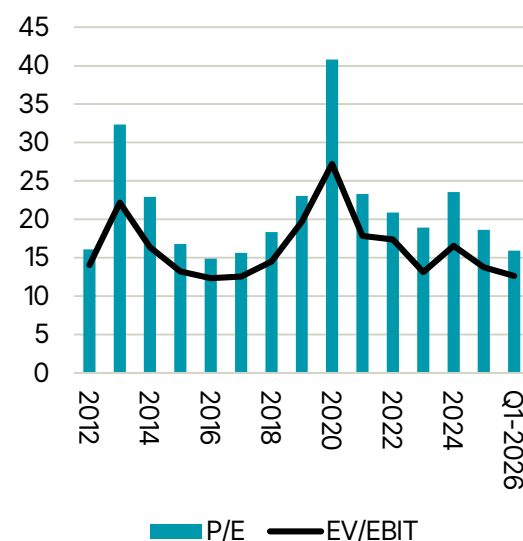
Sammanfattningsvis kombinerar Nederman stark marknadsposition, strukturella drivkrafter och solid balansräkning med en värdering som är låg trots lågkonjunkturvinst, vilket ger attraktiv långsiktig potential.

Nederman utgör 3,4% av Kavaljer Quality Focus.

Imponerande historisk tillväxt men temporär svacka



Historiskt låg värdering på lågkonjunkturvinster



Tidsperiod	1 mån	Hittills i år	1 år	3 år	5 år	Sedan start*	Årlig snittavkastning
Kavaljer Quality Focus	7,2%	-3,1%	-0,3%	33%	20%	118%	13,5%
OMXSPI-GI	3,4%	7,2%	18,7%	44%	39%	120%	13,6%
Dow Jones World Index	4,8%	11,5%	28,4%	73%	55%	116%	13,3%
Carnegie Small Cap Return Index	4,1%	0,6%	2,1%	22%	2,2%	68%	8,8%

* 5 augusti 2019

Bud på Nilörngruppen

Den 4 maj lade Trimco Group (en av de större spelarna i branschen med över 1200 varumärken som kunder) ett kontant bud på 77 kr per aktie, motsvarande en premie på 53%.

Huvudägaren Traction har tillsammans med Kavaljer Quality Focus, Protector Forsikring och VD, som sammantaget kontrollerar 66 % av rösterna, åtagit sig att acceptera budet. Det gör att sannolikheten är hög att budet går igenom, även om 90% anslutning krävs.

Nilörngruppen har inte utvecklats som önskat. Efter en mångårig period av att EBIT marginalen aldrig har understigit 8% har bolaget på senare tid haft en svag och volatil lönsamhet. Vi är därför nöjda med budet.

Nilörngruppen utgör 2,4% av Kavaljer Quality Focus.

Carasent förvärvar för starkt vallgrav och bättre pricing power

I april förvärvade Carasent Infosolutions, vilket adderar nästan 20% till Carasents intäkter, till ett pris motsvarande 1,7x försäljningen.

Infosolutions mjukvara kopplar samman vårdgivarens journalsystem med laboratorier och diagnostik, och har under lång tid varit en central add-on tjänst till WebDoc (Carasents journalsystem).

Eftersom Infosolutions dominerar sin marknad är lösningen i princip ett krav för kunder (i synnerhet för kunder med kliniker över hela Sverige). Därför kan Carasent nu "tvinga" kunder som använder Infosolutions in i WebDoc genom att höja priset för kunder som idag inte även använder WebDoc.

Som vi förstått det utgör Infosolutions en mycket liten kostnad för kunder trots att det är ett måste för kunder, varför prishöjningar bör vara möjliga.

Finansiellt ligger bolagets underliggande tillväxt för återkommande intäkter på 10% årligen, driven av att vården växer och provvolymerna ökar. Covid-perioden gav ett kraftigt intäktstlyft som nu normaliserats. Tidigare ägare har negligerat lönsamhet (nuvarande 0% lönsamhet) och vi ser stor förbättringspotential.

Vi tror att Carasent har goda förutsättningar att snabbt lyfta marginalen till 30% genom en kombination av prishöjningar i och kostnadsbesparingar. Sammantaget gillar vi förvärvet då det, till en klart rimlig värdering, lär bidra till förbättrad konkurrenskraft och snabbt ökad vinst.

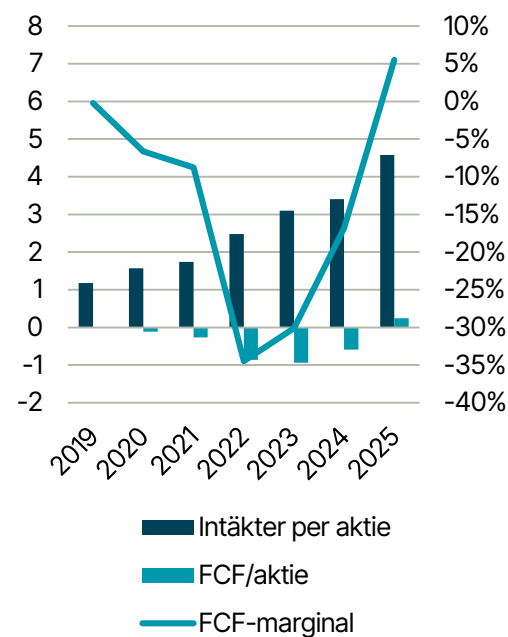
Carasent utgör 4,2% av Kavaljer Quality Focus.

Exsitec med stort förvärv som adderar 24% till EBITA

I maj förvärvade Exsitec Amesto Solutions, vars verksamhet liknar Exsitecs och är främst riktad mot Visma i Norge. Bolaget förväntas göra 230mnok intäkter med 17% EBITA-marginal, vilket innebär att förvärvet adderar 24% till Exsitecs nuvarande rörelsevinst till en prislapp på 7x EBITA. Vi ser förvärvet som ett naturligt nästa steg för bolagets Norge-verksamhet vars turnaround nu är färdigställd.

Exsitec utgör 2,0% av Kavaljer Quality Focus.

Carasent: Lönsamhet fortsätter skala med stabila kostnader men accelererande intäktstillväxt



Äntligen förvärv av Svedbergs Group – expansion till Tjeckien

I maj fortsatte Svedbergs sin geografiska expansion genom förvärv av 80% i tjeckiska UBC — en badrumskoncern verksam sedan 1991 med egna varumärken över hela värdekedjan. Utbudet liknar befintligt utbud inom koncernen vilket talar för att det kan finnas inköpssynergier att hämta.

UBC omsätter ca 365 mkr SEK med en EBITA-marginal om 12% (adderar knappt 15% till gruppens EBITA), och priset var någonstans mellan 5-8x EV/EBITA. Resterande 20% avses förvärvas inom 3-5 år. Förvärvet finansieras med egna medel och bankfinansiering, alltså ingen nyemission vilket varit fallet i samband med de senaste förvärven.

Med UBC adderar Svedbergs exponering mot Tjeckien samt exportmarknader som Slovakien, Polen och Ungern.

Vi är positiva till förvärvet då det stärker bilden av bolaget som en växande europeisk badrumskoncern. Vi valde att öka vårt innehav efter budet.

Svedbergs Group utgör 2,5% av Kavaljer Quality Focus.

Storytel med Norstedts-liknande förvärv i Nederländerna & Belgien

Under maj förvärvade Storytel nederländska Overamstel Publishers, verksamma i Nederländerna och Belgien.

Storytel har tidigare saknat fotfäste i den holländska publishingmarknaden och avser nu använda Overamstel som bas för framtida tilläggsförvärv i regionen. Förvärvet påminner alltså om Storytels förvärv av Norstedts i Sverige – det som gjorde att man blev en spelare att räkna med inom publicering.

Genom sina förvärv av publicist-verksamheter stärks inträdesbarriären mot konkurrenter. En stark egen publicistverksamhet gör det svårare och dyrare för en ny aktör att replikera Storytels erbjudande på en given marknad.

Förvärvet är därför god kapitalallokering i vår mening.

Storytel utgör 4,9% av Kavaljer Quality Focus.

"Opportunities come infrequently. When it rains gold, put out the bucket, not the thimble."

Warren Buffet

Nacka Strand 2 juni 2026

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

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