

Månadsrapport mars 2026

Kavaljer Quality Focus

-5,3%
avkastning mars 2026

+21,4%
avkastning fem år



Månadskommentar

Geopolitisk oro skapar nedgångar och volatilitet

Mars blev en mycket svag börsmånad för storbolag där breda Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) backade hela -7,5% och världsindex (Dow Jones Global Index) med -7,6%. Småbolagsindex (Carnegie Small Cap Return Index Sverige) föll också men inte lika mycket (-5,6%).

Börsmånaden präglades av konflikten mellan USA/Israel och Iran, den tillhörande blockaden av Hormuz-sundet, samt förstörande av oljeinfrastruktur i hela Mellanöstern. De två sistnämnda faktorerna har skapat höjda olje- och energipriser, vilket riskerar elda på inflationen.

Vårt agerande: analys av situationen och sansat agerande

Som alltid anser vi att man som investerare eller fond inte ska försöka ge sig på makro-analys. Legendariske ekonomen John Kenneth Galbraith har sagt följande:

"The only function of economic forecasting is to make astrology look respectable."

Vi instämmer helt i ovan men med tillägget att det är viktigt att titta på effekterna som makro-händelser kan tänkas ha på våra innehav.

Våra huvudsakliga observationer är att Iran-kriget redan skapar en osäkerhet bland både konsumenter och företag, vilket leder till uppskjutna investeringsbeslut – i synnerhet för större investeringar och där konsumenten eller företaget har möjlighet att utan problem skjuta på beslutet.

Detta gör att intjäningen för bolag som drivs av stora beslut lär försvagas under 2026, medan bolag med abonnemangsm modeller eller återkommande småköp (tänk kosttillskott till ditt husdjur) löper på som vanligt.

När börsen skakar till vid makroekonomisk oro dras ofta alla bolag över en kam, vilket gör alla aktier dras ned med liknande magnitud. Detta utnyttjar vi till att fylla på i bolag vars verksamhet lär förbli stabila även i osäkra tider.

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	936 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	4,11	4,23
Beta	0,87	0,82
Sharpe-kvot	0,25	0,19
Standardavvikelse	15,16	18,41

Riskmått för A-klass

Fondens utveckling

Kavaljer Quality Focus utveckling var -5,3% under månaden, dvs svagt men bättre än index. Under de senaste 5 åren uppgår fondens avkastning till +21%, jämfört med +36% för Stockholmsbörsen (OMXSPI-GI) och +3% för småbolagsindex.

Störst positivt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Storytel och Xvivo. Störst negativt bidrag bland fondens innehav under månaden hade Ratos, Inwido och Valmet.

Förändringar och innehav

Nytt innehav i fonden är Xvivo Perfusion. Fonden har ökat i Bahnhof, Vitec, BTS, ITAB, Bonesupport och New Wave. Inga försäljningar har gjorts.

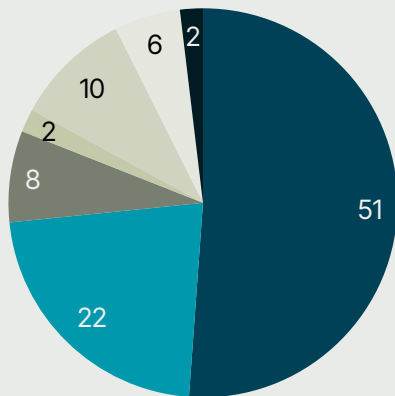
Aktieandelen var 98%.

20 största innehaven i %

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

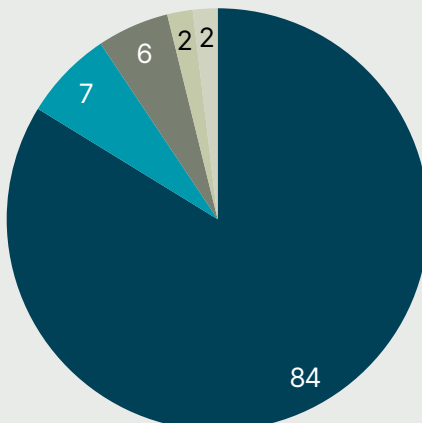
Totalt antal portföljinnehav	36
Topp-20 % av totalen	70,0

Branschfördelning i %



- Industri
- Sjukvård
- Teknik
- Kassa
- Konsument
- Finans & Försäkring
- Kommunikation

Geografisk fördelning i %



- Sverige
- Finland
- Danmark
- Norge
- Kassa

Avkastning efter avgifter



Bäst och sämst – månadens bidragsgivare

Bolag	Avkastningsbidrag
Storytel	+0,3%
Xvivo	+0,2%
Idun	+/-0,0%
Ratos	-0,5%
Inwido	-0,4%
Valmet	-0,4%

Fördjupade tankar kring våra innehav

Carasent: Stark Q4 och vår syn på det överdrivna AI-hotet mot bolaget

Carasent, som levererar journalsystem till privata vårdcentraler, levererade en stabil Q4 som bekräftar de två viktigaste värde drivarna: tillväxt och förbättrad lönsamhet. Omsättningen ökade 15 %, särskilt starkt i Norden, samtidigt som den underliggande marginalen (motsvarande fritt kassaflöde) nådde rekordhöga 12 %. Kundtappet var 3% och lär minska framgent.

Aktien har, precis som andra mjukvarubolag, ändå gått svagt pga. oro för att AI ska öka konkurrensen. Vi tror att AI-hotet mot Carasent är överdrivet av flera anledningar:

- **Extremt höga inträdesbarriärer:** Sjukvårdsprogramvara är ett område med enorma regelmässiga och tekniska krav.
- **Datakontroll och juridiska begränsningar:** Carasent hanterar känslig patientdata och får enligt lag inte lämna ut data till tredje part. Detta innebär att en extern AI-agent inte kan köras mot deras data, vilket gör det svårt för kunder att byta ut systemet mot ett AI-drivet alternativ.
- **Integrationsdjup:** Carasent har under lång tid byggt upp ett djupt integrationsnät mot försäkringsbolag, offentliga aktörer, kvalitetsregister med mera, vilket gör det svårt för kunderna att byta system.

Sammantaget framstår AI-hotet som begränsat och snarare som en möjlighet att ytterligare befästa Carasents starka position.

Carasent utgör 4,3% av Kavaljer Quality Focus.

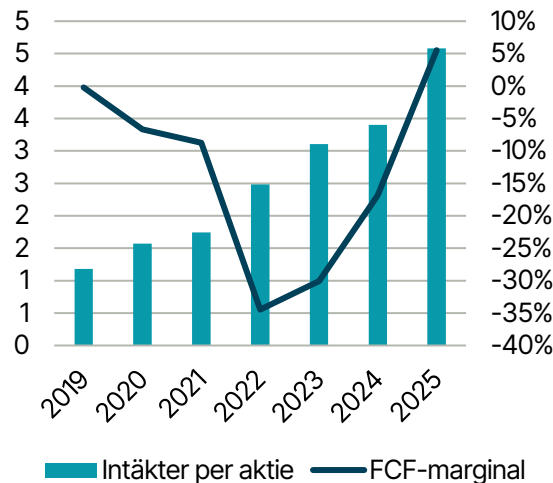
Bahnhof: Kärt återseende av gammal stjärna

I början av 2025 sålde vi Bahnhof runt 60kr per aktie. Vi ansåg då att tillväxten börjat avta, samtidigt som lönsamheten sannolikt hade toppat. Möjligheterna till marginalexpansion framstod som begränsade och den planerade internationella expansionen ökade osäkerheten. Dessutom hade värderingen sprungit iväg vilket gav en hög osäkerhet men hög värdering.

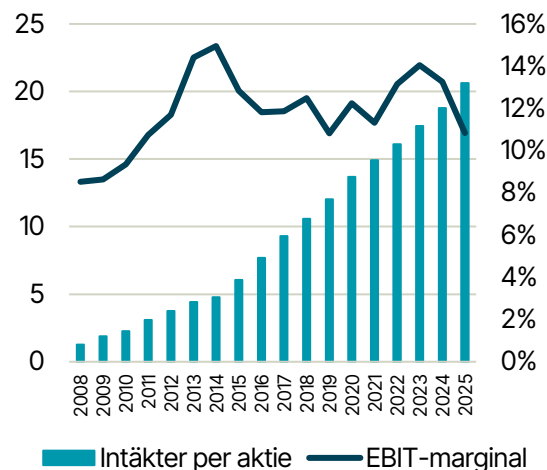
Mycket utvecklades som väntat – lönsamheten och värderingen har kommit ned. Samtidigt ser den internationella satsningen nu mer lovande ut och fokus ligger tydligt på lönsam tillväxt. Det osäkra Elementica-projektet har dessutom ersatts av ett mindre och snabbare datacenterprojekt i Göteborg. Tillsammans med guidning om nära 10 % tillväxt 2026 och 12 % EBIT har detta gjort att vi nu valt att köpa tillbaka aktien.

Bahnhof utgör 1,9% av Kavaljer Quality Focus.

Carasent: Lönsamhet fortsätter skala med stabila kostnader men accelererande tillväxt



Bahnhof: Nya lovande (och lönsamma) tillväxtinitiativ till en lägre värdering



Tidsperiod	1 mån	Hittills i år	1 år	3 år	5 år	Sedan start*	Årlig snittavkastn.
Kavaljer Quality Focus	-5,3%	-11,4%	-3,3%	19%	21%	99%	11,8%
OMXSPI-GI	-7,5%	-1,2%	11,6%	33%	36%	102%	12,1%
Dow Jones World Index	-7,6%	-3,2%	18,6%	50%	42%	88%	10,8%
Carnegie Small Cap Return Index	-5,6%	-7,6%	-2,9%	9%	3%	54%	7,3%

* 5 augusti 2019

CAG Group: Stabil IT-konsult med strukturell medvind till låg/rimlig värdering

CAG Group är en IT-konsult med bäst och mest stabil historik bland IT-konsulterna. Försvar utgör 35% av intäkterna, vilket bör ge fin strukturell tillväxt på sikt. Bolaget har 20% "återkommande intäkter" från driftsavtal mot bank & finans.

Bolagets strategi är att växa både organiskt och via förvärv. Det finansiella målet är att växa med 10% per år, varav hälften eller drygt hälften ska vara från förvärv. De förvärvade bolagen drivs sedan helt decentraliserat. Sedan börsintroduktionen i december 2018 har bolaget genomfört åtta förvärv, där det senaste dock var nästan tre år sedan. Bolaget säger dock att man letar aktivt, i synnerhet bolag med kompetens mot försvar och bank & finans.

Stark finansiell historik

Intäkter per aktie har utvecklats starkt över tid, med +10% per år på 10 års sikt och +8% per år på 5 år. EBITA-marginalen har varit relativt stabil och konstant legat mellan 7-9% sedan 2019, med dippen på 7% år 2021.

Värdering omkring 7x vår bedömda intjäningskapacitet

EBITA 2025 var 75msek genom en marginal på 8,8%. Ett förvärv inom bank & finans gjordes i februari som bidrar med ytterligare 22msek till EBITA (till 7x EBIT inkl. tilläggsköpeskillning). Vi tror att en liten vändning i konjunkturen i kombination med fler arbetsdagar 2026 än 2025 (vilket gör stor skillnad för konsultfirmor) kan ge en organisk tillväxt på uppemot 10% i år.

Då CAG till skillnad från många andra konsultfirmor valt att behålla kompetens framför att kapa kostnader de senaste åren så kommer tillväxten sannolikt ge en högre lönsamhet. Detta pga. en ökad beläggningsgrad, samt utspädning av teamlead-kostnader på fler debiterbara konsulter. Detta gör att vi tror att det finns ytterligare 15-20msek i EBITA genom den organiska utvecklingen 2026.

Efter förvärvet är bolagets nettokassa ungefär noll, men med tanke på att en nettoskuld i förhållande till EBITDA på 1,0x vore rimligt så tror vi att det finns ungefär 15msek till i rörelsevinst att addera genom förvärv.

Allt som allt skissar vi på att CAG kan göra 120-130msek i EBITA, vilket skulle implicera ungefär 7x EV/EBITA och P/E 7 (exkl. goodwill-avskrivningar).

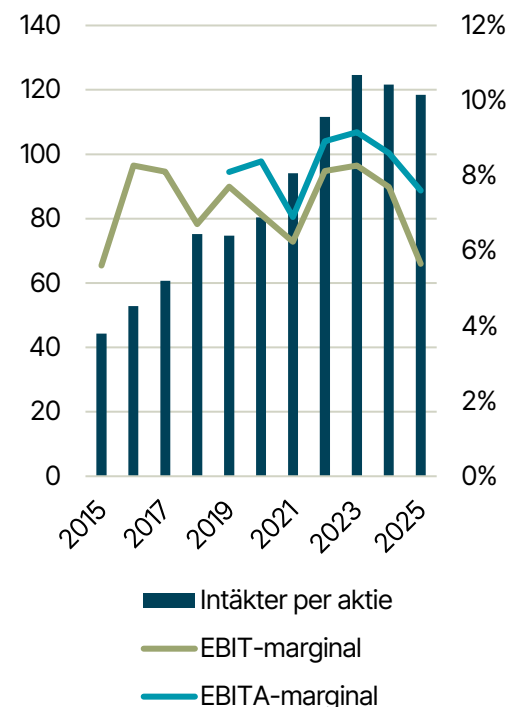
Slutsats: För billigt för stabilitet och strukturell tillväxt

CAG Group är alltså ett finansiellt mycket stabilt bolag som dessutom bör kunna växa fint genom dels förvärv, dels genom strukturell tillväxt från sin höga exponering mot försvarsindustrin. Vi gillar att bolaget är en aning "småländskt" av sig i sitt sätt att vara sparsamma, vilket även avspeglas i hur man förvärvar nya bolag där såväl kvalitet, kultur och prislapp är av stor vikt.

Vi anser att bolaget förtjänar att handlas till kanske 12x vinsten, vilket ger oss en god säkerhetsmarginal. Detta är sannolikt ingen aktie som kommer att vara en raket med en kort och explosiv uppgång, men vi tror att sannolikheten är hög för 15-20% årlig avkastning de närmaste 2-5 åren.

CAG Group utgör 2,3% av Kavaljer Quality Focus.

CAG Group: Fin och stabil historik, men temporärt nedtryckt vinst från lågkonjunktur



Intjäningskapacitet	EBITA, MSEK
EBITA 2025	74
Förvärv Clara	22
Org. tillväxt 2026 inkl. fler konsultdagar	7
Marginalexpansion från ökat kapacitetsutnyttjande	10
Förvärvsutrymme till Nettoskuld/EBITDA 1,0x	15
Intjäningskapacitet, EBITA	128
Fritt kassaflöde	104
Värdering	
Market cap	778
Tänkt nettoskuld	100
Enterprise value	878
EV/EBITA	6,8
P/E (adj. för goodwill-avskrivning)	7,5

Bravida: Stark Q4 med bra lönsamhet och ordergång, samt stort förvärvsutrymme för 2026

Installationsbolaget Bravida hade ett 2025 som präglades av sjunkande installationsvolym och organisk nedgång. Däremot lyckades Bravida konsekvent förbättra lönsamheten. Helårets EBITA-marginal steg från 5,2% till 5,9% och vinst per aktie ökade med 16%.

Strategin "marginal före volym" med selektivt projektval och kostnadsåtgärder har varit en genomgående röd tråd under året.

Q4 stack ut markant jämfört med tidigare kvartal under året. EBITA-marginalen nådde starka 8,1% (7,5% Q4 2024) och kassaflödet var urstark, vilket drog ned nettoskuld/EBITDA till låga 1,1x. Detta öppnar för flera förvärv under 2026. Slutligen var ordergången stark och ökade med 11% jämfört med ifjol.

Framåtblickande bedömer ledningen att marknadsnedgången är över, men att en tydlig återhämtning i installation inte väntas förrän andra halvåret 2026.

Efter rapporten handlades aktien mycket starkt och nådde 107kr. Med en framåtblickande vinst per aktie på 6,5kr gav detta ett P/E-tal på 16,5. Efter en period av historiskt låg värdering på Bravida-aktien var aktien mer rimligt värderad i vår mening, varför vi valde att minska vårt innehav.

Bravida utgör nu 3,6% av Kavaljer Quality Focus.

Fördjupade tankar kring hållbarhet

Bravida utmärkt även ur ett hållbarhetsperspektiv

Bravida installerar och underhåller el, värme och ventilation – system som styr fastigheters energiförbrukning. Det gör bolaget till en tydlig vinnare på EU:s byggnadsdirektiv (EPBD), som gör energieffektivisering till lagkrav.

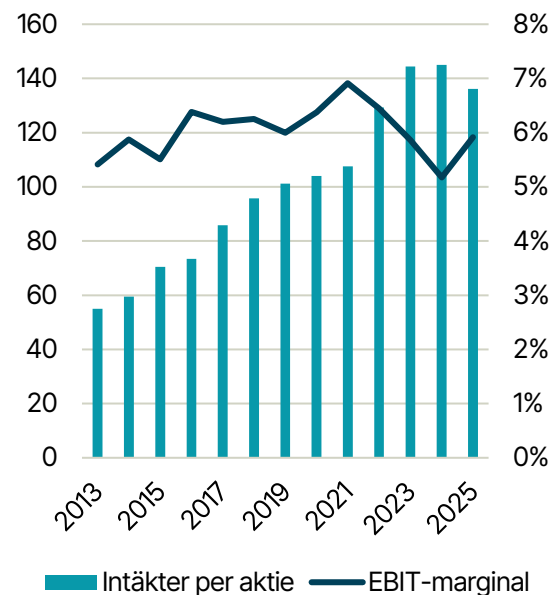
Direktivet, som implementeras i svensk lag, ställer krav på både nya och befintliga byggnader. Energianvändningen ska ned 16–22% till 2030–2035, och renoveringstakten behöver mer än fördubblas. Fossila uppvärmningssystem fasas ut samtidigt som krav på solenergi, laddinfrastruktur och smart styrning tillkommer.

Åtgärderna ligger nära Bravidas kärna och driver både installations- och serviceintäkter. Varje uppgradering skapar dessutom återkommande serviceaffärer som ger stabila och växande intäkter.

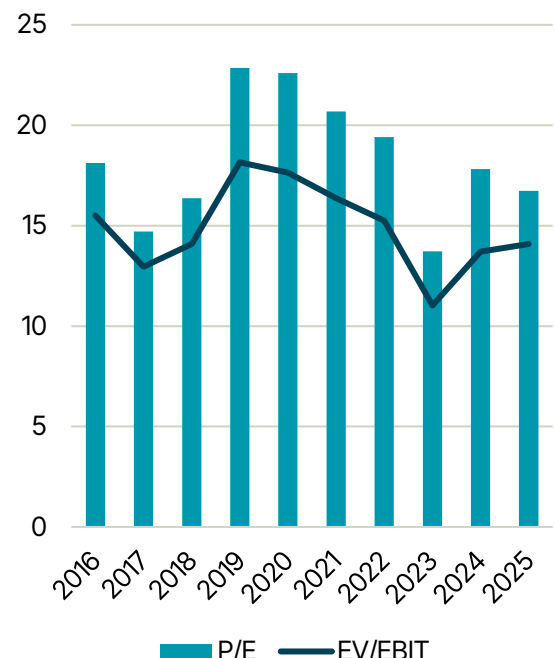
Marknaden är fragmenterad, vilket gynnar större aktörer som Bravida när kraven skärps. Kortsiktigt kan efterfrågan påverkas av svag byggkonjunktur och politiska förseningar, men de långsiktiga drivkrafterna är strukturella.

När energieffektivisering går från val till krav blir Bravidas tjänster en nödvändighet.

Bravida: Stabil tillväxt över tid. Lönsamhetsdipp snart över.



Värdering i linje med historik, men på nedtryckt vinst



Dometic: Indragen utdelning skapar osäkerhet kring skuldsättning

Dometic meddelade att man drar in sin tilltänkta utdelning. Bakgrunden är en redan hög skuldsättning (nettoskuld/EBITDA 3,3x efter Q4'25) i kombination med en geopolitisk osäkerhet som verkar skapa en passiv konsument. I ett negativt scenario kan man se vinsterna falla och en nyemission behövas.

Tecken på avmattning syns nu i USA, bl.a. från att OEM-tillverkare som har gått ner till 4-dagarsvecka i mars. Dessutom föll konsumentförsäljningen i januari inom RV och Marine med 15–17%. Dometic har dock historiskt visat god förmåga att snabbt anpassa kostnadsbasen vid svagare efterfrågan.

Marknaden prisar just nu in en nyemission, vilket vi däremot inte tror på. Bolaget bröt mot sina kovenanter under pandemin, men undantogs då från en påtvingad nyemission. Bolagets kassaflöde är starkt även i lågkonjunktur och en nyemission skulle inte ändra på bolagets vinstgenerering. Därför tror vi att bankerna kommer att låta Dometic undan även om kovenanterna skulle brytas. Därför sitter vi stilla i båten och inväntar bättre tider för bolaget.

Dometic utgör 2,2% av Kavaljer Quality Focus.

“The biggest investing errors come not from factors that are informational or analytical, but from those that are psychological.”

Howard Marks

Nacka Strand 2 april 2026

Peter Lindvall, Håkan Telander, Jesper von Koch, Jakob Wahlberg. ESG:
Jasmine Seyfi

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