



MÅNADSRAPPORT JANUARI 2025

Positiva "vinstvarningar" lyfter fonderna

- Duvaktiga tongångar från Trump gav nytt all-time-high
- Omvända vinstvarningar från flera Origo-bolag
- Geopolitisk turbulens kan skapa möjligheter

ORIGO SELEQT

Seleqt steg med 5,5% under månaden. Fondens benchmark steg samtidigt med 5,2%. Det senaste 12 månaderna har fonden därmed avkastat 26,1% och benchmark 16,9%.

Invisio blev "månadens bolag" efter en omvänd vinstvarning och en kursuppgång på närmare 20% (En omvänd eller positiv vinstvarning innebär att bolaget meddelar att vinsten kommer bli betydligt högre än förväntat). **SOBI** (också positiv vinstvarning) och **Elekta** bidrog också tydligt positivt. Bland fondens mindre innehav utmärkte sig **BIM Object** med en uppgång på nästan 30%. Inget bolag gav något större negativt bidrag.

Vi har, uppbackade av vår beprövade analysmodell, identifierat flera nya investeringsidéer för 2025–2027; Kvalitetsbolag som är undervärderade och som också står inför en positiv och ofta underdiskonterad operationell förändring. Största investeringarna senaste månaderna är **Ringkjoebing Landbobank**, **Carasent** och **Euopris**. Finansiering av dessa har skett genom att bland annat sälja av **Spar Nord** efter uppköpsbudet i december.

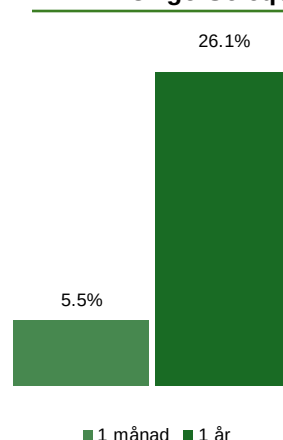
Kombinationen av egen djuplodande analys i hela det nordiska småbolagsuniverset och en fokuserad förvaltning med **+92% Active Share¹** har skapat mycket konkurrenskraftig avkastning i Seleqt sedan start. Värderingen, räntorna och vinstutvecklingen talar för att vi bara är i början av en ny och längre period av överavkastning för småbolagssegmentet.

ORIGO QUEST

Quest avkastade 0,3% under månaden vilket innebär en avkastning på 15.1% senaste 12 månaderna och ca 9% i årlig avkastning sedan 2013.

Långboken gav bra betalt där **Invisio**, **SOBI** och **Elekta** bidrog mest positivt. Bland de mindre positionerna så hade **BIM Object** och **Dynavox** stark utveckling. Kortboken gav negativ avkastning som helhet, men inget enskilt bolag stack ut.

Origo Seleqt



Origo Quest





Kortboken är uppbyggd kring bolag där vi ser red flags. Vanligtvis handlar det om att vi tycker redovisningen är problematisk eller att balansräkning och kassaflöde indikerar en annan utveckling än den som krävs för att försvara börskursen.

Evolution är en större kortposition i fonden och var så under 2024. Den har varit en stark bidragsgivare till kortboken efter att ha fallit med nästan 30% senaste 12 månaderna. Vi noterar följande problematiska faktorer och red flags:

- *Konjunkturrell motvind för industrin, marknadsföring och tillväxt taktar nedåt.*
- *Ökat beroende av oreglerade högriskmarknader i Asien och Östeuropa för att upprätthålla tillväxt och höga marginaler.*
- *Tillväxten kommer delvis från operatörer som saknar licens samt från operatörer som växer kraftigt då de har litet fokus på AML och liknande då de är så kallade crypto-casinos.*
- *Oklart hur många slutkunder som finns på otillåtna marknader.*
- *Svårigheter att hantera distributörer som säljer vidare till otillåtna marknader*
- *Interna konflikter och strejker hos Evolution*
- *Pågående tillsynsärenden hos brittiska spelmyndigheten och svenska FI och CFOs entledigande när man är i dessa processer*
- *Köp-caset ligger mycket i att Evolution är en billig aktie och de växer och genererar starka kassaflöden, medan det råder stor oklarhet kring var intäkter och marginaler skulle vara om bolaget skulle exkludera operatörer som verkar utan licens, oreglerade högriskmarknader och otillåtna marknader.*
- *I Q4 rapporten så drog EVO ned sina marginalantagande för 2025 och gav som skäl att man försöker skärpa av reglerade marknader och se till att Evolutions produkter bara är tillåtna i lokala licensierade B2C operatörer där lokala licenser är möjliga.*

Ibland får vi frågan om vi har för höga mål, det vill säga att fortsätta leverera i linje med det historiska resultatet på 9% per år. Det är en berättigad fråga. Fondens strategi är att leverera aktieliknande avkastning men med en lägre och mer obligationsliknande risknivå. Dessutom har vi indikerat till våra investerare att vi vill att fonden har låg korrelation till aktiemarknaden vilket gör fonden väldigt intressant ur ett diversifieringsperspektiv i en större portfölj. Men **är det rimligt att över tid skapa "aktieavkastning" utan att ta risk och dessutom utan den icke önskvärda korrelationen?**

Svaret är både Ja och Nej.

För det första; Quest tar risk, men vi försöker i allt väsentligt **hålla oss till den risk som kallas för icke-systematisk risk**, eller företagsspecifik risk. Den här risken är unik för varje bolag och den går att minimera kraftigt genom diversifiering. Vi lägger alla våra resurser på bolagsanalysen och har över 200 bolagsmöten per år. Ofta träffar vi både ledning, huvudägare och konkurrenter innan vi har en investeringstest på bordet.

Den andra stora riskfaktorn är den systematiska risken, även kallad marknadsrisken eller Beta, och den är helt och hållet ett resultat av externa faktorer och i princip helt okontrollerbara variabler. En lång aktiefond kan inte diversifiera bort den här betydande risken, men det kan en hedgefond som Quest, då strategin är mer flexibel och även ger möjlighet till blankningar och korta derivatpositioner.

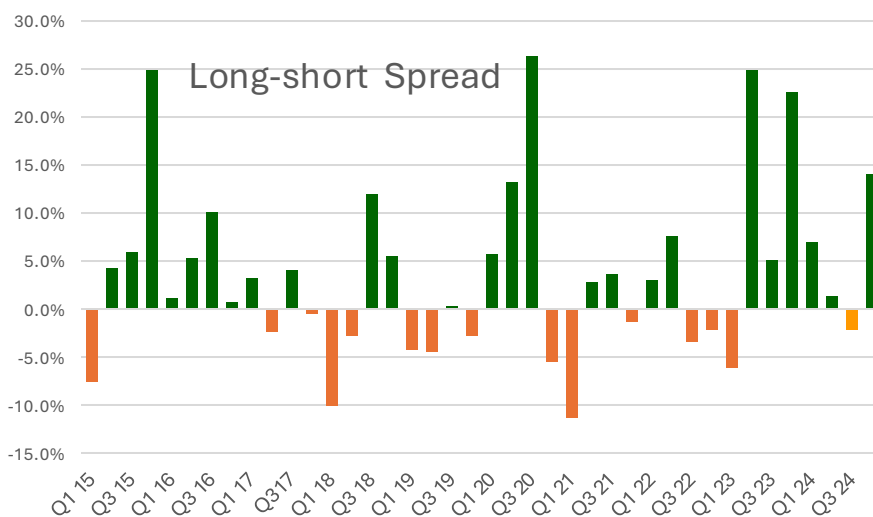


Gör man detta framgångsrikt så blir summan av ovan en klart lägre Total Risk.

Quest tar alltså risk, men i princip bara icke-systematisk. Det innebär också att fonden inte är en aktiefond utan en alternativ fond med helt andra egenskaper. En fond där avkastningen genereras från bolagsvalet och inte från externa faktorer såsom politiska utspel, ränterörelser riskapitförändringar eller helt enkelt från marknadens generella trend.

Vi kan samtidigt konstatera att modellen har fungerat mycket väl för Quest. Den årliga avkastningen uppgår till "aktieliknande" 9%. Risknivån har varit klart lägre än aktiemarknaden och korrelationen begränsad. Senaste året uppgick avkastningen till 15,1% samtidigt som Beta var noll, vilket innebär att **marknadens svängningar INTE påverkade Quest** alls.

Det kanske renaste måttet för att utvärdera värdeskapandet i vår hedgefond är lång/kort-spreaden – och till vilken omfattning som långboken har avkastat bättre än kortboken. Diagrammet nedan visar att totalavkastningen har uppgått till 3,6% (brutto) i genomsnitt per kvartal sedan 2015, vilket är mycket konkurrenskraftigt nästan oavsett vad man jämför med. Man kan också se att antalet positiva kvartal överstiger de negativa.



För de investerare som söker diversifiering som inte innehåller okontrollerbar aktiekorrelation kan vi därför, uppbackade av tolv års historik, tipsa om Quest!

MARKNADEN

Efter den svaga decemberbörsen, där marknaden började tveka kring kommande räntesänkningar, har globala aktiemarknaden tagit ny fart uppåt. Det har varit ett enormt fokus på en viss president och alla hans utspel.

Wall Street har (till skillnad från traditionell media) tagit fasta på att Trump har varit klart mer duvaktig kring tullar och Kina än vad han var i höstas. Från att då ha hotat om tullar på 60% till Kina så pratade han plötsligt om 10% före jul. I januari tonade han ned budskapet ytterligare. "Vi har ett väldigt maktövertag gentemot Kina genom tullar, och de vill inte ha dem, och jag skulle helst inte vilja införa dem". S&P500 reagerade positivt och noterade ett nytt all-time-high i mitten på månaden.



I slutet på månaden blev det däremot rejäl AI-frossa efter att kinesiska start-upen **Deep Seek** hade lanserat sin nya AI Chat bot. Enligt egna uppgifter hade man utvecklat den till en fraktion av de konkurrenternas kostnad och utan tillgång till de extremt dyra NVIDIA-chippen. På bara en vecka blev Deep Seek den mest nedladdade fria appen i USA. Deep Seek fungerar på samma vis som **ChatGPT**, men det är fortfarande upp till bevis om hur bra den faktiskt är. Modellen bakom Deep Seek, kallad för R1, har omkring 670 miljarder parametrar vilket gör den till den största open-source modellen hittills. Lanseringen och all uppståndelse runt detta pressade tillbaka teknikbolagen i USA och inte minst **Nvidia** som tappade över 15% eller 4 900 miljarder kronor i börsvärde på en dag.

Det som nu sker i Nvidia och en del andra amerikanska teknikbolag borde egentligen inte vara överraskande för någon, även om det nu kom som en chock för många. Extrem överlönsamhet och ännu mer extrem multipelexpansion kan inte hålla på hur länge som helst.

”What goes up must come down”

/Isaac Newton, forskare och matematiker

Sammantaget steg ändå den amerikanska börsen med 2,8% under januari och de nordiska börserna lite mer än så. Långa räntorna vände upp i höstas både internationellt och i Sverige men hade en ganska neutral utveckling i januari. I spåret av detta så har det varit en ganska omfattande sektorrotation på de nordiska börserna där banker och finansbolag har haft den bästa utvecklingen medan bygg och fastighetssektorn är pressade. Småbolagen utvecklades i linje med storbolagen.

Vi måste erkänna att vi är något överraskade över styrkan i januari. Kraftig oro kring hur stabila vinsterna är dagens AI-stjärnor i kombination med uppenbara risker för ett storskaligt handelskrig borde kanske ha satt djupare spår?

Det negativa scenariot är en oförutsägbar spiral av ökade tullar och motåtgärder vilket kommer leda till nya problem i världens logistikkedjor, högre inflation och nedreviderade tillväxtprognoser. Nordiska konsument och industribolag kommer tappa marknadsandelar och den globala aktiemarknaden, inklusive den nordiska, hamnar i frysboxen.

En mer optimistisk bedömning är att USA:s chocktullar mot Kina, Mexico och Kanada inte är något annat än förhandlingsutspel på typiskt Trump-manér. Man ska komma ihåg att Trump gick ut lika hårt förra presidentperioden med tunga hot mot samma länder som ovan samt några andra, men det slutade relativt snabbt med ett handelsavtal med Kina, ett nytt frihandelsavtal med NAFTA och frihandelsavtal med Sydkorea och Japan.

Vi räknar med att nya politiska utspel och höga volatilitet på de finansiella marknaderna närmaste tiden, men vi ser också från tidigare geopolitiska kriser att sådana här perioder inte sällan skapar riktigt intressanta investeringsmöjligheter.



BOLAG I FOKUS

Invisio släppte nyligen preliminära Q4-siffror över försäljningen som var 30% högre än de mest optimistiska prognoserna. Aktien rusade med ungefär 20% på nyheten, och nu ser vi fram emot mer information när rapporten kommer den 13 februari. Vi kommer lägga fokus på orderbokens utveckling och hur produktmixen utvecklas. Bolaget har haft en urstark utveckling under lång tid och analyskåren har nästan konstant underskattat tillväxttakten och marginalerna. Från att ha växt med 60% 2023 och 35% under 2024 så verkar konsensus-estimaten ligga runt 10% för 2025...Det skulle innebära en rejäl inbromsning vilket vi i dagsläget har mycket svårt att se givet behovet av modernare och säkrare kommunikationsutrustning i de tillväxtbranscher som Invisio möter.

PS: Origo började investera i Invisio i slutet på 2013 och blev en av de 10 största ägarna via en riktad emission på 4.40 kr per aktie. Börsvärdet var 185 MSEK och bolagets intäkter uppgick till 85 MSEK och resultatet var negativt. Idag omsätter Invisio 1,7 miljarder SEK och har en vinstmarginal på över 20%. Börsvärdet uppgår till 14 miljarder och man har en nettokassa på 300 MSEK. En fantastisk prestation (!) av VD Lars Hoejgård Hansen av tidigare storägaren Lage Jonason för att nämna några. Med cirka 70X investerat kapital i avkastning så är Invisio vår bästa investering – hittills.

Ringkjøbing Landbobank en av Danmarks äldsta banker som grundades redan 1886. I Danmark finns det ett hundratal fristående småbanker varav ett 15-tal är börsnoterade. Men de minskar i skara sedan ett tag tillbaka då konsolideringen är i full gång. RILBA är definitivt en av de absolut mest lönsamma och effektiva bankerna i Norden och Europa. Bolaget har tagit marknadsandelar organiskt, och genom 3 förvärv sedan 2018. Organiskt har RILBA vuxit cirka 7 procentenheter mer än vad den danska lånemarknaden har gjort och det tror vi kan fortsätta även fast marknaden kommer tillbaka cykliskt efter några tuffare år.

På Jylland har man en enormt stark marknadsandel och K/I-talet har historiskt legat runt 0,25–0,3 vilket är världsklass.

Vi noterar också att kvalitén märks i vilka kundsegment banken är starka på och i hur man vårdar sin balansräkning och sina aktieägare. Avkastningen på eget kapital ligger stabilt över 20%, en drömnivå för många banker. En viktig värde drivare framöver är optimeringen av balansräkningen. RILBA har varit en aktiv köpare av egna aktier och har precis aviserat att man drar i gång ett nytt återköpsprogram på en halv miljard danska kronor. P/E-talet på 12X är i den lägre delen av det historiska spannet 11-18X trots att ROEn är högre då marknaden varit orolig över var räntenettot skall gå ned för banker generellt och även så för RILBA. Vi noterat att RILBA hade lägre känslighet i räntenettot när räntorna steg och tror också att det kommer vara lägre när räntorna sjunker och tycker därför att generellt accelererande tillväxt och ett P/E tal i den lägre delen av historiskt är intressant. Vi är köpare.



Den norska laxsektorn har gradvis återhämtat sig efter den stora skattechocken 2022, men 2024 blev också ett utmanande år då volymerna inte blev som förväntat. Nu ser vi en del tecken på att efterfrågan börjar öka igen, speciellt i USA, och att kostnadsökningarna för bland annat foder verkar vara mer under kontroll. Låg volymtillväxt brukar samtidigt ge styrka åt prisutvecklingen så vi noterar att helhetsbilden inte är så illa. Lite bättre volymer, försiktigt stigande laxpriser, i kombination med kostnadskontroll, kan komma att driva upp rörelsemarginalerna mer än aktiemarknaden diskonterar i laxbolagens kurser för närvarande.

Vi kommer också hålla koll på det norska parlamentsvalet i september. Blir det en högerregering som vinner så har ex. Erna Solberg redan varit ute och pratat om att sänka skatten på laxodling från 25% till 15%.

Vi gick in i Bakkafröst under oktober 2022 efter det stora laxraset och har haft cirka 40% total avkastning sedan dess. Det är inte fy skam, men ändå klart mindre än vad vår analys indikerade. Möjligen kan ovanstående triggers, tillsammans med det operativa förbättringsarbetet som pågår i Bakka, bidra till en omvärdering.

Hälsningar,
Team Origo

- 1) Nyckeltalet *Active Share (AS)* visar hur mycket av fondens innehav som avviker i förhållande till de bolag som ingår i fondens benchmark. Noll procent innebär att fonden har exakt samma bolag som index. 100% innebär att inga av fondens innehav återfinns i index. Forskningen (B.la. **Cremers 2009**) ger stöd till teorin att fonder med hög AS utvecklas mycket bättre relativt benchmark än fonder med låg AS. Cremers menar att fonder med en AS under 20% ska klassas som indexfonder, och fonder med 20–60% som dolda indexfonder.

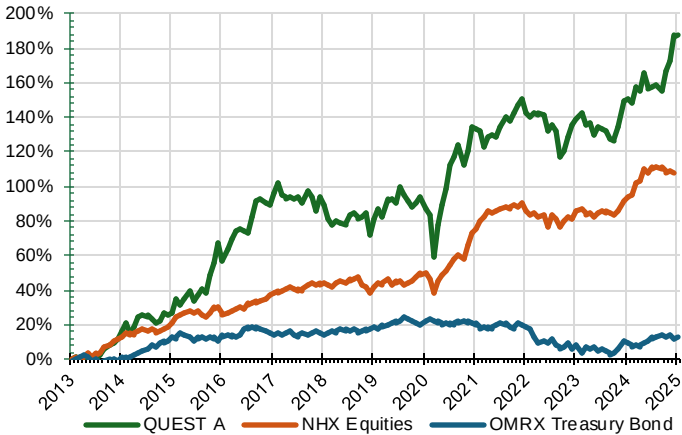


Riskinformation

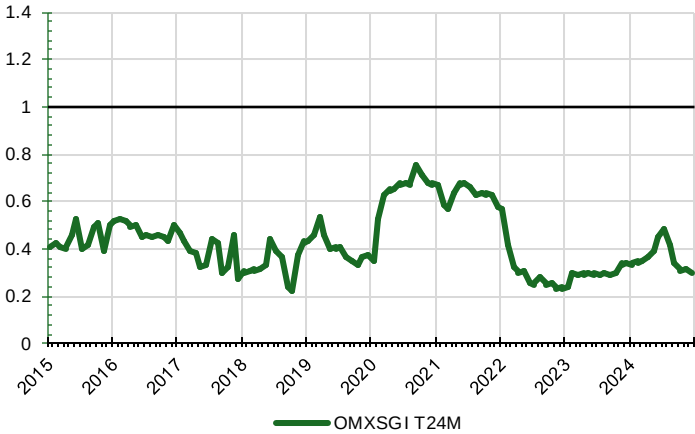
Historisk avkastning är inte någon garanti för framtida avkastning. Om du investerar i värdepapper eller fonder kan din investering både öka eller minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. En investering i våra fonder bör ses som en långsiktig investering.



Värdeutveckling sedan start*



Fondens beta mot svenska börsen*



Värdeutveckling per månad (%)*

	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	år
2025	0,3												0,3
2024	0,3	-0,8	3,5	-0,9	4,1	-3,1	0,4	0,4	-1,5	4,4	2,3	5,5	15,1
2023	1,6	1,1	-2,5	0,1	-2,9	2,2	-0,4	-0,4	-2,1	-0,4	3,2	6,6	5,9
2022	-3,0	-1,3	1,3	-0,2	-0,6	-3,6	1,6	-1,5	-6,4	1,6	3,5	3,1	-5,9
2021	-0,6	-0,7	-4,1	2,8	0,4	-0,4	2,6	2,7	-1,1	1,8	1,8	1,6	6,8
2020	-3,5	-2,1	-13,1	11,7	6,4	4,9	6,8	2,4	3,5	-5,6	3,8	6,6	21,1
2019	5,2	3,1	-2,4	5,5	0,2	-1,3	5,1	-2,4	-2,0	-1,6	1,0	2,1	12,6
2018	-2,6	-4,3	-1,6	1,3	-0,8	0,0	2,7	0,4	-1,3	0,4	1,4	-6,9	-11,3
2017	3,4	2,9	-3,4	-0,9	0,2	-0,2	0,1	-2,0	4,1	-2,2	-3,7	4,1	2,2
2016	-6,1	4,5	3,5	3,1	0,7	-0,7	-0,5	5,0	5,2	0,7	-1,5	-0,2	13,8
2015	0,7	7,0	-3,3	2,9	3,5	-4,1	2,4	2,7	-2,2	8,0	4,9	6,9	32,7
2014	4,5	3,4	-4,7	3,5	4,6	1,1	-0,3	-1,6	-2,2	1,1	4,3	-1,1	12,6
2013		1,3	-1,0	-0,2	1,2	-2,0	0,7	2,2	3,3	2,3	1,1	2,2	11,6

Fondens strategi

ORIGO QUEST är en lång/kort aktiehedgefond med fokus på kvalitativa nordiska små- och medelstora bolag i förändring. Målsättningen är att uppnå en konkurrenskraftig absolut avkastning över tid till en lägre risknivå och med begränsad börskorrelation.

Största Aktieinnehav

Bolag	Värde drivare
Raysearch	Transformation
Carasent	Tillväxt
Bilia	Styrning
AAK	Styrning
Elekt	Transformation

NAV

Klass	NAV	1 mån	2025
A	252,6	0,3%	0,3%
B	179,2	0,3%	0,3%
C	282,7	0,3%	0,3%
D	116,6	0,2%	0,2%

Mer information

Förvaltningsavgift	1.25–1.35 %
Löpande kostnader	1.80–1.90 %
Rörlig avgift	Resultatbaserad
Handel	Veckovis
Andelsklasser	A, B, C och D
Minsta köpbelopp	100 kr
Köp-/säljvigt	Nej
Utdelning	Endast andelsklass B
Valuta	SEK
Fondtyp	Specialfond (AIF)***
Startdatum	31 januari 2013
Hållbarhet	Ja (artikel 8)
Riskklass	4

Historisk avkastning är inte någon garanti för framtida avkastning. Om du investerar i fonden kan din investering både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. En investering i ORIGO QUEST bör ses som en långsiktig investering.

*Uppgifter om avkastning, risk, innehav etc. avser andelsklass A i svenska kronor, efter avgift och utan hänsyn till skatt eller inflation, per den sista bankdagen i månaden, om inget annat anges. Historisk avkastning i andelsklass A och B redovisas med hänsyn till att prestationsbaserat avode är individuellt beräknat och att kompensationsandelar därför tilldelas i samband med avodesdebitering (NAV är inte vägledande för historisk avkastning). Klasserna redovisas från respektive start: 2013-01-31 (A), 2014-03-31 (B), 2014-12-30 (C), respektive 2024-02-15 (D) innebärande att första verksamhetsår för respektive klass inte är helt kalenderår.

** NHX Equities visar den likaviktade utvecklingen för ett 50-tal nordiska aktieinriktade hedgefonder. Uppgifterna avser förhållandena per det datum som anges i avkastningsgrafen.

*** ORIGO QUEST är en specialfond enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder vilket innebär att den har ett friare placeringsreglemente än vanliga värdepappersfonder (UCITS). Fonden förvaltas av Origo Fonder AB som har Finansinspektionens tillstånd att förvalta alternativa investeringsfonder och därmed står under myndighetens tillsyn.



Värdeutveckling sedan start*



Relativ avkastning mot jämförelseindex (Alfa)



Värdeutveckling per månad (%)*

	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	år
2025	5,5												5,5
2024	4,9	-2,0	6,8	2,1	7,0	-3,1	1,0	0,6	-0,5	0,4	1,9	4,2	25,3
2023	5,1	1,0	-3,7	2,3	0,6	1,2	-3,2	-3,0	-4,7	-2,0	6,0	6,9	5,9
2022		0,0	-1,1	-2,8	-2,6	-8,5	7,8	-5,7	-10,0	9,5	3,1	2,2	-9,5

Fondens strategi

ORIGO SELEQT är en aktiv och koncentrerad aktiefond som investerar i oupptäckta eller missupplättade nordiska småbolag med hög kvalitet och goda tillväxtmöjligheter. Målsättningen är att långsiktigt överträffa avkastningen på den nordiska småbolagsmarknaden.

Största Aktieinnehav

Bolag	Värde drivare
Elektia	Transformation
SOBI	Differentiering
Raysearch	Transformation
Carasent	Tillväxt
New Wave	Tillväxt & Styrning

NAV

Klass	NAV	1 mån	2025
A	126,7	5,5%	5,5%
C	127,0	5,5%	5,5%

Mer information

Förvaltningsavgift	0.90–1.60 %
Löpande kostnader	1.40–2.10 %
Rörlig avgift	Nej
Handel	Dagligen
Andelsklasser	A och C
Minsta köpbelopp	100 kr
Köp-/säljavgift	Nej
Utdelning	Nej
Valuta	SEK
Fondtyp	Specialfond (AIF)**
Startdatum	23 mars 2022
Hållbarhet	Ja (artikel 8)
Riskklass	4

Historisk avkastning är inte någon garanti för framtida avkastning. Om du investerar i fonden kan din investering både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. En investering i ORIGO QUEST bör ses som en långsiktig investering.

*Uppgifter om avkastning, risk, innehav etc. avser andelsklass A i svenska kronor, efter avgift och utan hänsyn till skatt eller inflation, per den sista bankdagen i månaden, om inget annat anges. Historisk avkastning i andelsklass A och B redovisas med hänsyn till att prestationsbaserat arvode är individuellt beräknat och att kompensationsandelar därför tilldelas i samband med arvodesdebitering (NAV är inte vägledande för historisk avkastning). Klasserna redovisas från respektive start: 2013-01-31 (A), 2014-03-31 (B), 2014-12-30 (C), respektive 2024-02-15 (D) innebärande att första verksamhetsår för respektive klass inte är helt kalenderår.

** NHX Equities visar den likaviktade utvecklingen för ett 50-tal nordiska aktieinriktade hedgefonder. Uppgifterna avser förhållandena per det datum som anges i avkastningsgrafen.

*** ORIGO QUEST är en specialfond enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder vilket innebär att den har ett friare placeringsreglemente än vanliga värdepappersfonder (UCITS). Fonden förvaltas av Origo Fonder AB som har Finansinspektionens tillstånd att förvalta alternativa investeringsfonder och därmed står under myndighetens tillsyn.