



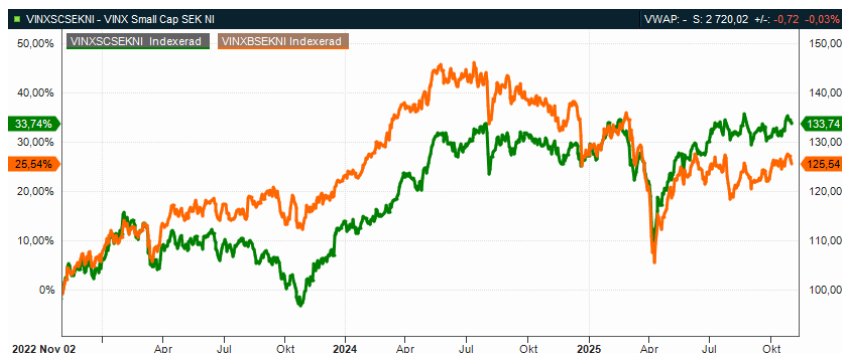
# MÅNADSRAPPORT OKTOBER 2025

## Positiva tongångar från portföljbolagen

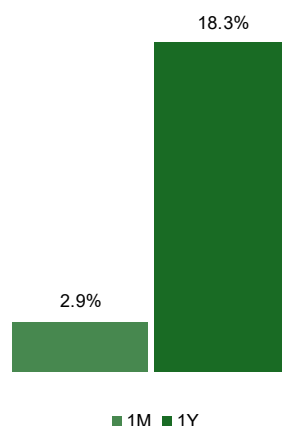
- Positiv rapportperiod så här långt, flera Origo-bolag över förväntan
- Bra absolut avkastning och alfa i både Seleqt och Quest
- Carasent – transformationen fortsätter

Den globala aktiemarknaden fortsatte sin positiva trend (+2,5%) under oktober. USA, som numera väger över 70% (!) av världsindex, ledde uppgången (+3,0%) pådriven av AI-hypen, lägre räntor och Vita husets försök att dra ned på handelskriget. Nordiska aktier steg i linje med världen (2,6%) liksom nordiska småbolag som ökade med 2,4%. Hittills i år har småbolagsindex därmed avkastat 5,4% vilket är 6,8 procentenheter bättre än ett brett Norden-index.

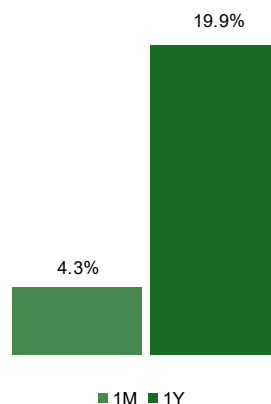
Graf 1 – Nordiska småbolagsindex (grön) & Nordenindex 3 år



### Origo Seleqt



### Origo Quest



Rapportperioden i Norden har så här långt varit stark både för aktiemarknadens del och för våra egna fonder. Försäljningssiffrorna har generellt varit i linje med förväntan, medan resultaten har i genomsnitt överraskat positivt. Det är ett mönster vi tidigare har sett i USA men som nu också syns i Norden. Vi har bland annat noterat att bolagens tongångar kring var vi är i industricykeln har blivit lite mer positiva. Detta stärker oss i vår övertygelse att vi har passerat konjunkturbotten i Europa och Norden.

**Bilia** är ett av Origo-bolagen som kom med en positiv kvartalsrapport. Resultatet var 6% bättre än väntat och var främst hänförligt till den viktiga serviceaffären. Framåt väntas bilförsäljningen till privatkunder öka, och till viss del även från företagssegmentet. Vi ser rapporten som ett steg i rätt riktning. Senaste 10 åren har varit imponerande, där man har dubblat omsättningen inom service och höjt rörelsemarginalen från dryga 8% till nästan 12%. Men, det är fortfarande långt kvar till servicemarginalen på 16–17% som Bilia hade 2020–2021. För 2026 är det viktigt att ledningen verkligen får ut servicekonceptet fullt ut till alla de nyförvärvade bilhandlarna.



**Dynavox**, som säljer kommunikationshjälpmedel, levererade en solid rapport som visade på 34% omsättningstillväxt. Den nya produkten som främst riktar sig till personer som har autism har fått ett starkt mottagande på marknaden. Dynavox slipper tullarna i USA, men har känt av den svaga US-dollar. Vi förväntar oss en försäljningstillväxt framåt på omkring 20% per år och att rörelsemarginalen rör sig upp emot 20% (12%) på ett par års sikt.

Inom hälsovårdssektorn kom vårt bioteknikbolag **SOBI** med en omvänd vinstvarning, något som vi själva har lyft som ett troligt scenario flera gånger under 2025. Man justerade upp helårsprognosen och släppte samtidigt vissa siffror på Q3. Försäljningen var ganska neutral jämfört med marknadens förväntningar men rörelsemarginalen uppgick till 47%, vilket var hela 6%-enheter högre än konsensusynen. Det viktigaste beskedet var dock att den nya delen av läkemedelsportföljen verkligen levererar. Med undantag för ett preparat, Vonjo, där man nu tar en nedskrivning, så växte den nyutvecklade portföljen med imponerande 39%.

Det är glädjande att konstatera att våra fonder hittills har presterat mycket väl under året, och att vi därmed har följt upp förra årets fina utveckling. Man ska dock komma ihåg att det – trots de fina avkastningssiffrorna – finns en hel del mindre lyckade affärer inbakade i resultatet. När vi betraktar våra fonder idag så ser vi flera starka investeringsidéer som har haltat lite under 2025 men som bör kunna spela ut framöver, och tillsammans med flera nya innehav är vi optimistiska inför 2026–2027.

Tabell – Ranking fonder 29/10/2025 Morningstar/CityWire

| RANKING      | FONDKATEGORI            | SENASTE 12M | 2024    | 3 ÅR    |
|--------------|-------------------------|-------------|---------|---------|
| ORIGO SELEQT | CitiWire, Norden        | # 1/113     | # 1/113 | # 5/106 |
| ORIGO SELEQT | Morningstar, Norden Små | # 1/47      | # 1/ 47 | # 3/47  |
| ORIGO QUEST  | Lång/Kort, Övriga       | # 2/40      | # 2/40  | # 1/40  |

**ORIGO SELEQT**

Seleqt steg med 2,9% i oktober vilket var 0,6% bättre än marknaden. Under 2025 uppgår avkastningen till 11,4% samtidigt som index har stigit med 5,2%. De senaste 24 månaderna har Seleqt slagit index med 24%-enheter, det vill säga 1% per månad. Det är siffror som vi noterar med stor ödmjukhet och respekt, då vi vet hur svårnavigerad börsen har varit senaste åren med stark recessionsoro till AI-hype och allt däremellan.

**MTG** och **Hanza** bidrog starkt (igen) till månadsavkastningen, liksom **Bilia** efter att ha presenterat en stark kvartalsrapport. **Biogaia** påverkade negativt vilket även **Europris** gjorde efter att ha levererat en rapport som visade på lite högre kostnader än väntat i den svenska verksamheten. Fondens 3 största innehav f.n. är **Biogaia**, **MTG** och **New Wave**.

I **Biogaia** förväntar vi oss fortsatt bra organisk tillväxt och att lönsamheten normaliseras (dvs. stiger) nästa år, vilket ska ge bra vinsttillväxt och ökat förtroende för den allt viktigare nya direktförsäljningsstrategin.

**MTGs** starka fokus på nischade mobilspel börjar ge resultat och framöver förväntar vi oss en kombination av starka kassaflöden, ökad tillväxt, återköp av egna aktier och en särnotering av en del vilket kan frigöra stora värden för aktieägarna.

Vi följer med stort intresse **New Waves** satsning på USA och Kanada, och specifikt hur det går för **TeamWear**-delen. Det är lite längre ledtider från lansering till faktiska orders inom denna verksamhet, men å andra sidan är det klart bättre lönsamhet och kontrakten löper ofta under flera år. Den amerikanska konsumenten har hittills varit avvaktande generellt under 2025, men räntesänkningar och skattestimulanser kan skapa en botten i närtid och sen hägrar en tillväxt på världens största sportklädesmarknad.

Vi har investerat mer i topp 3-bolagen under hösten.



## ORIGO QUEST

Avkastningen i Origo Quest uppgick till 4,3% under månaden, vilket innebär 11,2% sedan årets början. De senaste 12 månaderna har korrelationen (Beta) med aktiemarknaden varit begränsad (0,2), samtidigt som fonden levererat hög absolut avkastning. Under de 13 år som fonden har funnits har den genomsnittliga avkastningen varit 10% per år.

Både den långa och korta boken gav positiv avkastning vilket även gäller för årets första 10 månader. I den långa boken gav **ChemoMetec** och **Hanza** störst positiva bidrag, medan **Dynavox** bidrog negativt. I den korta boken föll **Intellego** och **Tobii**, och bidrog positivt till fondens avkastning.

Över tid har långboken levererat mest till Quest totala avkastning, men vi ser även ett signifikant bidrag från kortboken. Den högre volatiliteten sedan 2020 och även den högre spridningen i avkastning mellan bolag och sektorer gynnar en strategi som kan skapa mervärde i både den långa och korta förvaltningen.

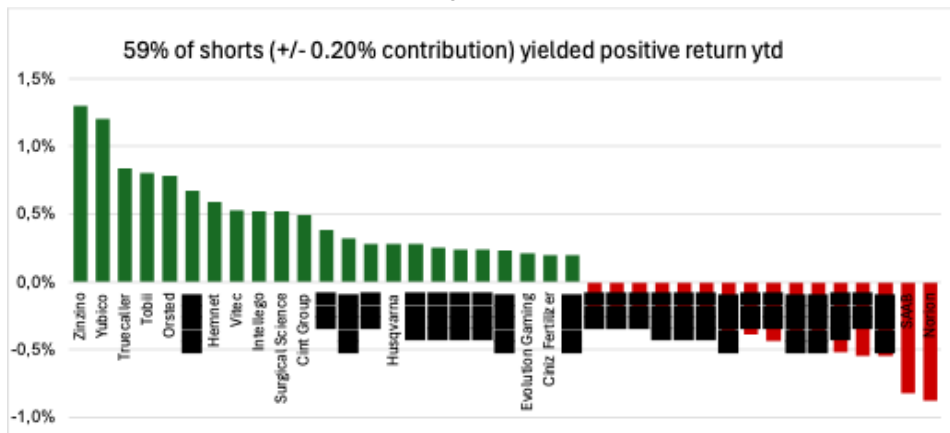
Quests avkastning denna månad visar på detta och vad som kan ske när några blankningar faller ut väl. Vi såg **Yubico** vinstvarna (ned 25%), **Tobii** varna om strategisk översyn av balansräkningen (ned 45%) och **Truecaller** missa förväntningar på kvartalet och resten av året (ned 25%).

Utöver det kom flera av de korta positionerna vi nämnt i tidigare månadsbrev som **Evolution**, **Husqvarna** och **Cint** med dåliga rapporter alla ned mellan 10-30%. Åt fel håll gick några shorts som gick upp över 10% däribland **Saab** medan **Norion** som är en av årets större förlorare gick ned på ett dåligt resultat. En kortbok med många innehav kommer att ha både vinnare och förlorare, men målet är att vinnarna ska vara fler och att förlustpositionerna hålls begränsade till nivåer som är mindre än de största vinnarnas bidrag. I år har det spelat ut väl än så länge med ett bra "batting average" och hög "capture rate" på vinnare mot förlorare.

Hitills under 2025 har cirka 60% av blankningarna varit lyckade i absoluta termer (i en lite stigande marknad). I de allra flesta fall är det utmanande redovisning, problematiska affärsmodeller eller andra tydliga "red flags" som ligger bakom våra blankningsbeslut.

Bruttoexponeringen uppgick till 187% och nettoexponeringen till 28%.

Graf 2 – Avkastning i kortboken 2025 YTD



## BOLAG I FOKUS: CARASENT

**Carasent** är ett nordiskt mjukvarubolag med huvudkontor i Göteborg som utvecklar molnbaserade journalsystem och digitala lösningar för vård- och omsorgssektorn. De främsta produkterna är Webdoc (journalsystem), Medrave (analys-/BI-verktyg) samt Metodika och Adcuris för olika vårdsegment. Bolaget har verksamhet i Sverige, Norge och Tyskland. Tidigare var Carasent listat i Norge men efter en alldeles för tung investeringsfas behövdes en intern omfokusering som ledde till en kraschad aktiekurs. Då tog bolaget beslutet att lista aktien i Sverige där man har sin huvudsakliga affär, bättre peers och mer långsiktiga ägare.

Origo investerade i Carasent under 2024. Under andra halvan av året mottog bolaget ett fientligt bud från ett Private Equity-bolag med fokus på mjukvara, uppbackat av tidigare ägare. Budet blev dock inte framgångsrikt. De tidigare ägarna lämnade då bolaget i början av 2025, och styrelsen har därefter stärkts med en värdefokuserad ordförande och ledamöter med djup spetskompetens.

Carasent genomgår en positiv förändring i kapitalallokering och strategiskt fokus mot en mer stabil och icke-cyklisk marknad med en hög andel återkommande intäkter (>90 %). Fokuset ligger nu på Webdoc i Sverige samt ett begränsat antal utvalda områden utanför den svenska marknaden. Bolaget har en tydlig tillväxtstrategi genom produktutveckling, geografisk expansion och förvärv och man räknar med att växa 15% organiskt per år de kommande 2 åren. Webdoc-plattformen växer snabbt i Norden, och inträdet i Tyskland genom Data-AL-förvärvet öppnar en betydligt större marknad.

En skalbar affärsmodell i kombination med betydande skatteförlustavdrag ger god potential för starkt kassaflöde och fortsatta aktieåterköp. Kombinationen av tillväxt, marginalexpansion, låg beskattning och återköp väntas driva en kraftig ökning av fritt kassaflöde per aktie.

Om bolaget lyckas leverera sin målsatta tillväxt på 15 % per år de kommande åren bedömer vi att värderingen har potential att stiga väsentligt.

Vid en första anblick kan Carasent framstå som högt värderat utifrån traditionella mått som P/E-tal. Vi menar dock att värderingen ser attraktiv ut på EV/Sales-basis, särskilt i jämförelse med medianmultiplar för mjukvarubolag globalt eller vid uppköpsmultiplar inom sektorn. Den centrala frågan blir därför vilka marginalnivåer bolaget kan nå i en mer normaliserad miljö, efter de senaste årens omstrukturering och med kommande år präglade av en skalningsfas.

Bolaget tror på rörelsemarginaler kring 35 %, vilket marknaden i nuläget tycks betrakta som optimistiskt. Baserat på jämförbara vertikala mjukvarubolag med liknande marknadsposition bedömer vi dock att den nordiska delen av verksamheten har potential att nå marginaler norr om 40 %.

Vi ser hög uppsida över de närmsta åren där de största riskerna är kundförluster och att Tysklands-expansionen inte går som man tänkt sig. Den största kundrelaterade risken finns i Västra Götaland, där regionen har föreslagit att även privata kliniker ska övergå till Oracles journalsystem Millennium. Införandet av systemet möttes dock av kraftig kritik, och nyligen tyder mycket på att projektet har skjutits upp på obestämd tid. Under tiden får kliniker själva välja det system som passar dem bäst. Skulle detta bli fallet minskar en av de största riskerna i caset avsevärt.

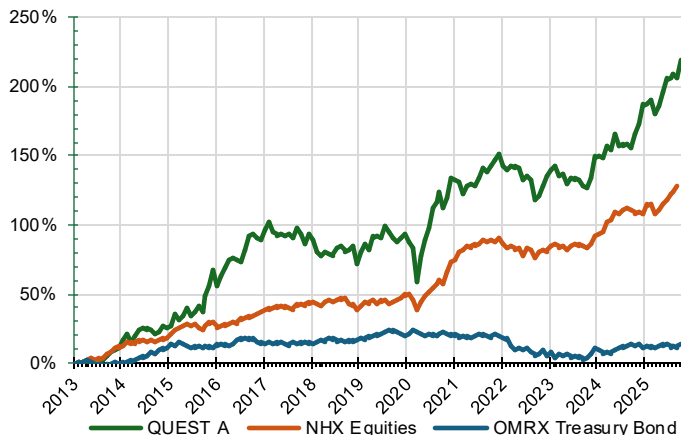
Hälsningar,  
**Team Origo**



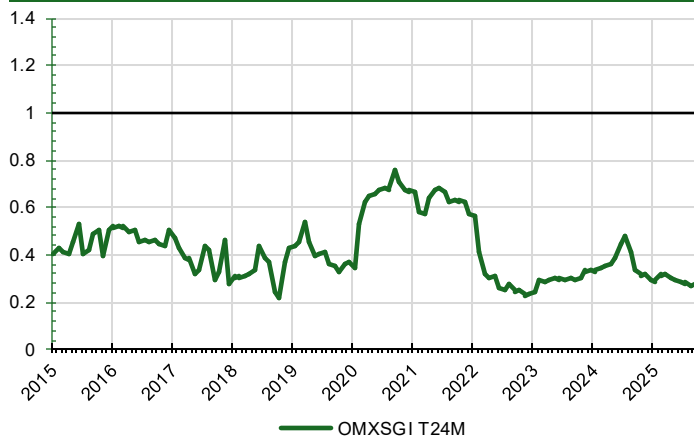
*Historisk avkastning är inte någon garanti för framtida avkastning. Om du investerar i fonden kan din investering både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. En investering i våra fonder bör ses som en långsiktig investering.*



### 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  | 0,6  | -3,2  | 2,0  | 3,2  | 3,6  | 0,2  | 0,6  | -0,8 | 4,3  |      |      | 11,2  |
| 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             |
|------------|---------------------------|
| Chemometec | Tillväxt                  |
| Carasent   | Tillväxt                  |
| Biogaia    | Tillväxt & Transformation |
| Dynavox    | Tillväxt                  |
| Rugvista   | Styrning & Transformation |

### NAV

| Klass | NAV   | 1 mån | 2025  |
|-------|-------|-------|-------|
| A     | 271,4 | 4,3%  | 11,2% |
| B     | 191,6 | 4,3%  | 11,2% |
| C     | 313,2 | 4,3%  | 11,1% |
| D     | 128,3 | 4,1%  | 10,2% |

### 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-/säljavgift           | Nej                  |
| Utdelning                 | Endast andelsklass B |
| Valuta                    | SEK                  |
| Fondtyp                   | Specialfond (AIF)*** |
| Startdatum                | 31 januari 2013      |
| Hållbarhet                | Ja (artikel 8)       |
| Riskklass                 | 4                    |
| Bruttoexponering (251031) | 186.5%               |
| Nettoexponering (251031)  | 28.1%                |

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.

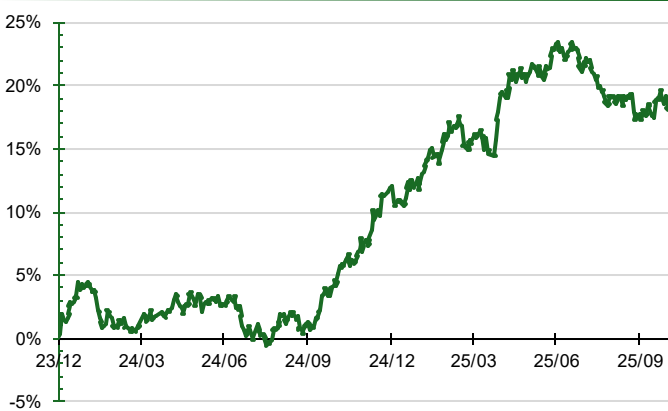
\*\*\* ORIGO QUEST är en specialfond enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder vilket innebär att den har ett friare placeringsreglemente än vanliga värdepappersfonder (UCITS). Fonden förvaltas av Origo Fonder AB som har Finansinspektionens tillstånd att förvalta alternativa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



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 | 0,1  | -6,7 | 3,7  | 5,2  | 4,7  | 0,4  | -2,1 | -2,2  | 2,9  |     |     | 11,4 |
| 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 missuppfattade nordiska småbolag med hög kvalitet och goda tillväxtmöjligheter. Målsättningen är att långsiktigt överträffa avkastningen på den nordiska småbolagsmarknaden.

Största Aktieinnehav

| Bolag    | Värdedrivare              |
|----------|---------------------------|
| Biogaia  | Tillväxt & Transformation |
| MTG      | Transformation            |
| Hanza    | Tillväxt                  |
| Kalmar   | Tillväxt & Styrning       |
| New Wave | Tillväxt & Styrning       |

NAV

| Klass | NAV   | 1 mån | 2025  |
|-------|-------|-------|-------|
| A     | 133,7 | 2,9%  | 11,4% |
| C     | 129,8 | 2,8%  | 10,8% |

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-/säljvigt      | Nej                 |
| Utdelning          | Nej                 |
| Valuta             | SEK                 |
| Fondtyp            | Specialfond (Alf)** |
| 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.