



MÅNADSRAPPORT APRIL 2025

"A stock-picker's market"

- Stökig månad, med inflations- och tillväxtoro
- Origo Seleqt: Topp-rankad och 18%-enheter före index sedan start
- Starka rapporter från Dynavox och New Wave
- Tema: Avknoppningar – En fortsatt attraktiv jaktmark

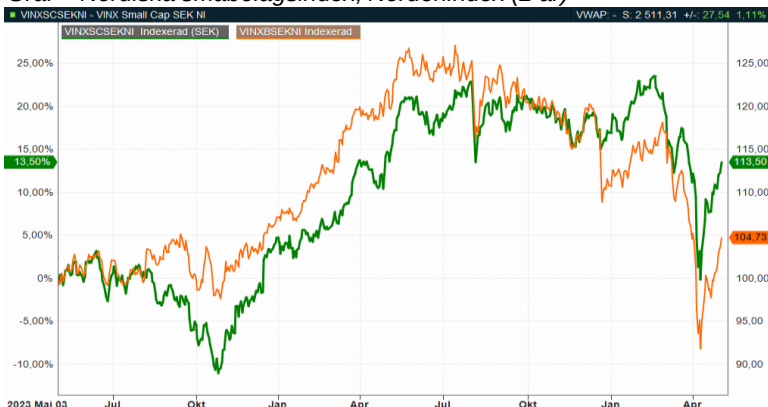
MARKNADEN

April blev en stökig månad som präglades av både inflationsoro och tillväxtoro. Den amerikanska börsen föll med nästan 10% i början på månaden samtidigt som världens största ekonomi rapporterade att landets BNP minskade med 0,3% under första kvartalet jämfört med kvartalet innan.

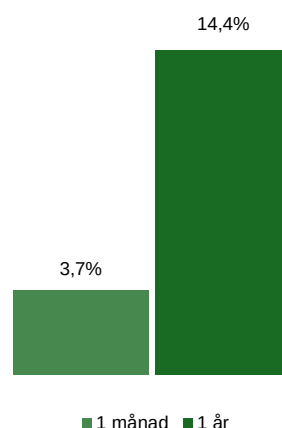
Normalt sett borde räntorna ha följt efter ned, men den här gången steg den 10-åriga obligationsräntan. Den giftiga cocktailen mildrades dock när en del av de tullar som USA hade aviserat sköts på framtiden och signaler om återupptagna förhandlingar spreds. Den amerikanska börsen stängde månaden med en nedgång på 4,5% medan 10-årsräntan var relativt oförändrad efter en hel del turbulens.

Nordiska aktier föll tillbaka med 1,5% medan nordiska småbolag som helhet klarade sig bättre och steg med 0,8%. Bolagsrapporterna för Q1 har generellt sett varit ungefär som väntat, men oftast med en osäker framtidsvy. Spridningen mellan svaga och starka rapporter ökade under 2024 och trenden verkar fortsätta under 2025. När bolagens efterfrågebild är så olika, till och med inom samma sektorer, så kommer gapet mellan bra och dåliga aktier troligtvis öka ännu mera. Vi är ödmjuka inför den oklara konjunkturbilden och risken för fler geopolitiska bakslag, men tror att en "stock-picker's market" i kombination med en låg värdering av småbolagen i utgångsläget lär skapa goda möjligheter till långsiktig avkastning härifrån.

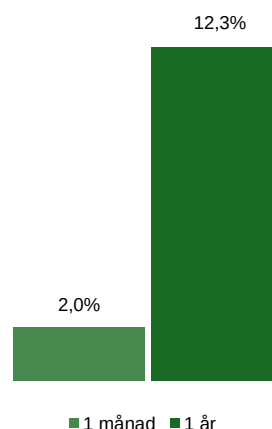
Graf – Nordiska småbolagsindex, Nordenindex (2 år)



Origo Seleqt



Origo Quest



ORIGO SELEQT

Origo Seleqt steg med 3,7% under april och jämförelseindexet VINX Nordic Small Cap ökade med 0,8%. Avkastningen senaste 12 månaderna uppgår till 14,4% samtidigt som indexet har backat med 2,3%. Sedan starten av Seleqt för drygt 3 år sedan har fonden stigit med 23% vilket är 18%-enheter före indexet.

Dynavox, **New Wave** och **Carasent** bidrog starkast till månadens avkastning. Negativa avkastningsbidrag kom från **Profoto**, **Kalmar** och **Elekta**.

Origo Seleqt startade under 2022 som en tydlig utmanare på småbolagsfondsmarknaden. Strategin byggde på den framgångsrika förvaltningen av hedgefondens Quest långa bok sedan 2013, där kärnan är:

- *Analysdriven förvaltning – fokus på underskattade kvalitetsbolag*
- *Äkta småbolag*
- *Genuint nordisk inriktning*
- *Koncentrerad portfölj – aktiv förvaltning på riktigt*

Det har globalt sett varit tre turbulenta och bitvis väldigt problematiska år på aktiemarknaden, men vi är väldigt glada och stolta över att fonden för närvarande är topprankad* både på 1 och 2 år av samtliga 112 fonder i Citiwire's utvärdering av nordiska fonder.



Turbulensen på marknaden under Q1 har skapat nya affärsmöjligheter och vi har varit mer aktiva än vanligt. Det handlar både om att realisera bolag där vi under lång tid har haft fantastisk avkastning och nu ser en mer eller mindre fullvärderad aktie (Ex. **Invisio**, **ALK-Abello**) och om att investera mer i andra favoriter som efter börsfallet i februari-mars ser ovanligt intressanta ut. Allra mest har vi investerat **Asmodee** (nytt innehav), **Alm.Brand** och **Kalmar**. Vi ökade även i **BioGaia** och **Dynavox** som vi skrev i vår Trump uppdatering mitt i tariff oron.

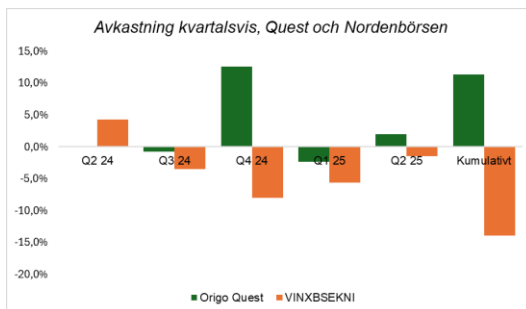
* Källa: www.citywire.com 2025-05-04

ORIGO QUEST

Origo Quest steg med 2,0% under april. Avkastningen senaste 12 månaderna uppgår till 12,3%. Quest har en absolutavkastande strategi, men det kan vara värt att notera att nordiska aktier (VINX Benchmark SEK NI) samtidigt har backat med 12%.

Långboken utvecklades bättre än kortboken och tillsammans med ett svagt positivt netto så blev den riskjusterade avkastning positiv.

Dynavox bidrog mest i långboken och i kortboken gav IT-sektorn bra betalt. På den negativa sidan fanns **Profoto** (lång) och derivat på index. Beta (12m) uppgår till 0,1 och visar portföljens näst intill obefintliga korrelation med börsindex. Se graf nedan.



BOLAG I FOKUS

New Wave, ett av våra största innehav i båda fonderna, levererade en kvartalsrapport som slog marknadens förväntningar med råge. Den organiska tillväxten på 9% i en marknad som verkar alltmer dämpad imponerar. Tidigare marknadssatsningar på bland annat varumärkena Cutter & Buck och Craft har gett avkastning. Kvartalet inkluderade visserligen en viss positivt kalendereffekt, men det står ändå helt klart att New Wave fortsätter ta marknadsandelar. Det kanske mest intressanta som sker just nu är lanseringen av Craft Teamwear i USA och Kanada. Senare under året, eller under 2026, kommer Teamwear även att lanseras i England och Spanien. När de flesta av konkurrenterna är osäkra om framtiden gasar New Wave, precis som man alltid har gjort. Dessa investeringar kommer inte utan kostnader, men långsiktigt bygger det ett större och ännu starkare bolag. Vi ökade innehavet i början på året, och tycker att värderingen på 9X EBIT inte speglar bolagets kvalitéer och möjligheter.

Evolution, kortposition i Quest och vår bästa blankning 2024, fortsätter att gå ned. På rapporten föll aktien omkring 20 procent vilket var den största nedgången på en rapport bolaget haft.

Vinsten föll jämfört med förra året då Evolution har börjat att städa upp bland kunder som inte har licenser att bedriva spel på Europeiska marknader. Den brittiska spelmyndigheten meddelade redan förra året att Evolution är under utredning för att ha tillåtit operatörer utan licens i Storbritannien att använda deras livecasino-tjänster. Vår analys har varit att dessa kunder ofta består av kryptocasino eller mindre seriösa aktörer som antingen inte söker licens, eller nekas, på grund av bristande efterlevnad av regler kring exempelvis penningtvätt.

Nu måste Evolution även stänga ned kunder i övriga Europa i ett försök att förekomma andra nationella regulatorer som kan komma att följa Storbritanniens exempel. I Asien uppger bolaget att cyberattacker påverkar räkenskaperna, men det råder osäkerhet kring vad som faktiskt sker och varför just Evolution är måltavla. Vår oro är att den asiatiska verksamheten i hög grad är beroende av kunder med kopplingar till Kina och att dessa inte representerar en långsiktigt hållbar affär – även här handlar det ofta om mindre seriösa operatörer som kryptocasino.

Sedan toppen har Evolutions aktie tappat omkring 60% och värderas nu till ett P/E-tal runt 10x. Samtidigt blir det tydligt att intäkterna påverkas negativt när bolaget försöker sanera sin kundbas från olicensierade aktörer. Ett frågetecken kvarstår bland nya investerare: hur kunde dessa intäkter tillåtas från en första början?

TEMA: AVKNOPPNINGAR – EN FORTSATT ATTRAKTIV JAKTMARK

En attraktiv del av marknaden

Avknoppningar (spin-offs) är en särskilt intressant del av marknaden för att hitta investeringsidéer. Det har varit en viktig drivkraft för våra fonder och en strategi vi använt genom hela våra karriärer. Flera legendariska investerare som Warren Buffett, Peter Lynch och Joel Greenblatt har i decennier lyft fram avknoppningar som ett attraktivt segment. Ett skäl är att dessa bolag ofta är för små för att väcka intresse hos den breda marknaden, men ännu viktigare är att de ofta är underanalyserade av både sell-side-analytiker och media. Detta skapar möjligheter för dem som är beredda att göra det egna arbetet.

Akademiskt stöd – men också risk

Forskning visar att avknoppningar tenderar att överprestera marknaden, både på kort och lång sikt. Den amerikanska analysfirman Edge Research visade till exempel att den bästa kvartilen av avknoppningar haft en avkastning som kraftigt överstiger den bästa kvartilen av börsen i stort. Men avkastningsspridningen är hög – den sämsta kvartilen av avknoppningar har samtidigt presterat sämre än marknadens lägsta kvartil. Det innebär att avknoppningar är förknippade med högre risk, vilket sannolikt är en anledning till att många investerare, trots det historiska utfallet, väljer att stå utanför.

Varför vi gillar avknoppningar – även filosofiskt

Vi anser att avknoppningar är intressanta även ur ett filosofiskt perspektiv. De representerar ofta en stor positiv förändring i ett bolags struktur, med potential att skapa värde över många år. Det är också därför vi gärna tittar både på det avknoppade bolaget och på moderbolaget. Processen för en avknoppning har ofta pågått länge, och både ledning och styrelse har troligen en stark övertygelse om att den strategiska uppdelningen gynnar båda parter. Den nya ledningen får ett självständigt ansvar, ofta med starka incitament att prestera. Vi har dock sett att många bolag initialt har en konservativ framtidssyn, samtidigt som de får möjlighet att själva allokera sitt kapital – något som ofta skapar värde över tid.

Avknoppningar kontra IPO:s

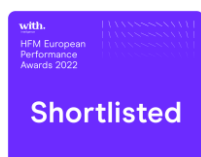
En tydlig kontrast finns mellan avknoppningar och traditionella börsintroduktioner (IPO:s). En IPO sker ofta för att storägare vill realisera vinster, med målet att sälja till högsta möjliga pris. En avknoppning, däremot, sker i regel för att skapa långsiktigt värde och stärka båda bolag. Dagens Industri gjorde nyligen en genomgång av svenska IPO:s och kunde konstatera att ytterst få introduktioner slagit index. De få som lyckats var till stor del just avknoppningar – ofta genom Lex ASEA-strukturen.

Några exempel från portföljen – Kalmar, Dynavox och Asmodee

Vi äger flera avknoppningar i portföljen, såsom **Kalmar** och **Dynavox**, och under månaden investerade vi även i **Asmodee** – en avknoppning från Embracer. Både Asmodee och Dynavox är exempel på spin-offs som gjorts för att stärka moderbolagets balansräkning. Dynavox noterades med hög skuldsättning och har arbetat ned denna över tid. Asmodee har också med sig en betydande del av Embracers skuld vid noteringen.

Asmodee – låg värdering, stark position

Asmodee noterades i en turbulent marknad i mars–april, vilket pressade aktien trots en initialt stark debut. Vi utnyttjade nedgången för att köpa aktien under 90 kronor – en nivå vi anser erbjuder en attraktiv värdering med begränsad nedsida. Bolaget är en av världens mest innovativa brädspelestillverkare och distribuerar starka varumärken som Pokémon. Branschen växer i linje med BNP (4–5%), men Asmodee har vuxit snabbare genom expansion inom samlarkort. Bolaget har konservativa marginalmål, men vi tror att marginalexpansion och framtida förvärv ger god potential för vinsttillväxt. Vid kursnivåer runt 105 kronor handlas aktien till cirka 7% FCF-yield eller cirka 10x EV/EBITA på 2026 års estimat. Vi ser potential för "value discovery" när marknaden i högre grad upptäcker bolagets kvaliteter.



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.

Dynavox – från underskattad till starkt momentum

Vi ökade under april också vår position i **Dynavox**, en avknoppning från Tobii, som initialt hade svårt att växa efter pandemin. Aktien låg länge i intervallet 20–30 kronor, men etablerade sig sedan mellan 40–60 kronor. I början av 2025 steg aktien till 75 kronor innan den åter föll till 50 i samband med den s.k. Trump-turbulensen. Vi passade då på att öka ytterligare. Efter ett mycket starkt Q1 där bolaget växte organiskt med 31% och ökade marginalerna, steg aktien till över 80 kronor.

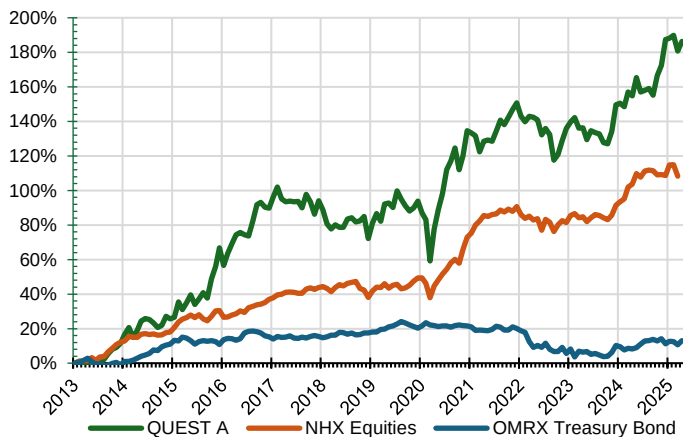
Dynavox är ledande inom kommunikationshjälpmedel för personer med talsvårigheter, exempelvis autism eller ALS. Bolaget har bruttomarginaler runt 70%, men har investerat kraftigt i personal, support, R&D och infrastruktur. Målet är att nå över 15% rörelsemarginal, men vi tror bolaget på sikt kan nå över 20%.

Om vi skulle anta en marginal på 17,5% på årets försäljning (framtida marginal på årets försäljning inte vårt estimat på året) handlas bolaget till EV/EBIT ca 20x – med potential till 20% årlig tillväxt och starka kassaflöden. Dynavox kan enligt vår bedömning dubblas i värde över några års sikt, även om resan sannolikt förblir volatil. Vi tror även att aktien i större nedställ framöver kommer att attrahera många förvaltare, inte minst tack vare dess höga ESG-profil – särskilt inom det sociala (S) – vilket på sikt kan ge upphov till en värderingspremie.

Hälsningar,
Team Origo



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									-0,4
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
Carasent	Tillväxt
Dynavox	Tillväxt
New Wave	Tillväxt & Styrning
Bilia	Styrning
Kalmar	Tillväxt & Styrning

NAV

Klass	NAV	1 mån	2025
A	248,3	2,0%	-0,4%
B	171,7	2,0%	-0,4%
C	280,8	2,0%	-0,4%
D	115,8	2,0%	-0,6%

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
Bruttoexponering (250430)	184.2%
Nettoexponering (250430)	24.5%

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.

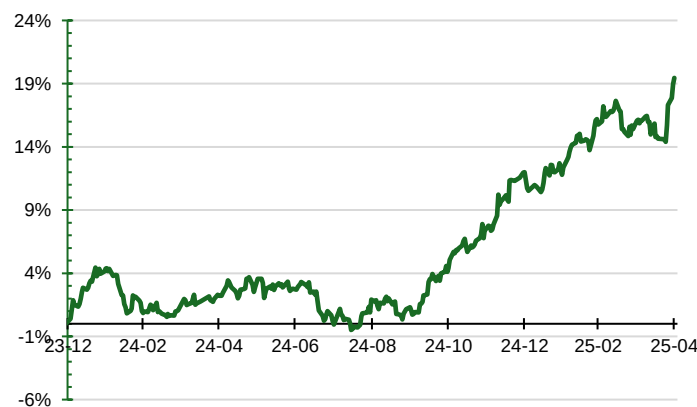
*** ORIGO QUEST är en specialfond enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder vilket innebär att den har ett friare placeringsreglemente än vanliga värdepappersfonder (UCITS). Fonden förvaltas av Origo Fonder AB som har Finansinspektionens tillstånd att förvalta alternativa 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									2,3
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	Värddrivare
New Wave	Tillväxt & Styrning
Kalmar	Tillväxt & Styrning
Alm Brand	Transformation
Carasent	Tillväxt
Raysearch	Transformation

NAV

Klass	NAV	1 mån	2025
A	122,8	3,7%	2,3%
C	122,9	3,7%	2,0%

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.