



MÅNADSRAPPORT MAJ 2025

Starka fondresultat och ökat intresse för småbolag

- Återhämtningen på aktiemarknaden fortsatte i maj
- Solid utveckling i våra fonder, med tydlig överavkastning mot index
- Origo Seleqt A får 5 stjärnor i Morningstar
- Tagit hem vinst i Invisio och ökat i Elekta

MARKNADEN

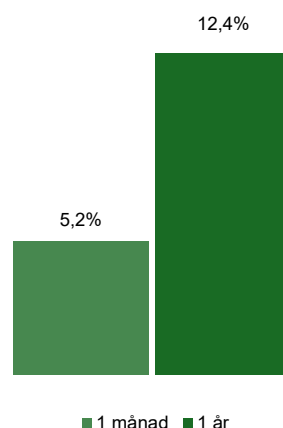
Efter korrektionen på aktiemarknaden i februari/mars fortsatte återhämtningen i maj och världsindex stängde månaden med en uppgång på 5,7%. På en övergripande nivå fortsätter den globala konjunkturstatistiken att överraska något positivt jämfört med förväntningarna (Källa: *Economic Surprise Index, EU Business & Consumer Survey*) vilket bidrog till uppgången. Vi noterar att det är skillnad på vad konsumenten faktiskt gör och hur den tänker om framtiden. Olika undersökningar visar att konsumenterna oroar sig för stigande inflation och sämre tider allmänt samtidigt som man faktiskt konsumerar rätt friskt. I Sverige steg detaljhandelsförsäljningen mer än väntat i april och vi har sett samma signaler från Europa och USA.

Nordiska aktier följde den globala trenden och steg med 3,8%. Småbolagsindex avancerade något mer och stängde månaden med en uppgång på 4,0%. På sektornivå är det en blandad kompott i Norden hittills i år. Bankerna toppar listan med en uppgång på över 20%. Hälsovårdssektorn (läs Novo Nordisk) har fallit lika mycket, och Industrisegmentet ligger svagt på plus. Övriga sektorer är på ensiffriga minustal så här långt.

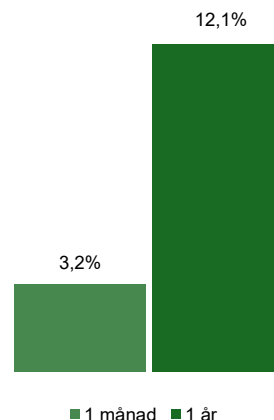
Graf 1 – Nordiska småbolagsindex (grön), Nordenindex (orange) (2 år)



Origo Seleqt



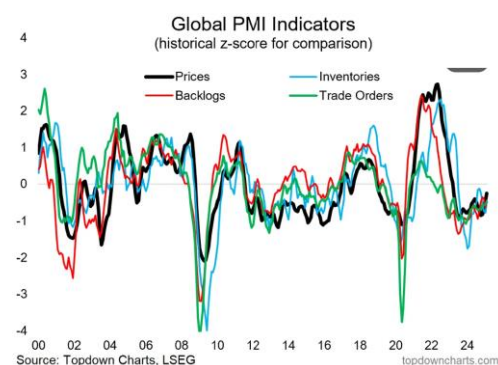
Origo Quest



Om vi zoomar ut och reflekterar över marknadsläget så bedömer vi att vi är inne i en mycket intressant börsfas.

Konjunkturindikatorer som exempelvis PMI (Inköpschefindex) pekar mot en svag utveckling framöver medan annan statistik som exempelvis industrins export-orders inom EU ser ut att ha vänt upp.

Graf 2 – Global PMI 2000-2025



Makrobilden spretar med andra ord rejält och därmed råder det också stor osäkerhet om vart börserna är på väg. Förenklat kan man dela in experternas bedömningar i två (helt) olika scenarios.

1. En svag global efterfrågan i kombination med geopolitisk oro, och samtidigt höga tullar som driver inflationen och räntehöjningar, kan trigga en fullskalig recession.
2. Centralbankerna sänker räntorna under H2 samtidigt som en global lageruppbyggnad framdriven av hoten om tullar och rekordstora kinesiska stimulanspaket driver en acceleration av BNP-tillväxten kommande 6-12 månaderna.

Vår bild är att scenario no 1 är mer diskonterat av aktiemarknaden än scenario no 2. I mars var det definitivt så, och därefter har scenario 2 fått fler anhängare, men pessimisterna är fortsatt i majoritet.

Varken vi eller någon annan vet vilket scenario som kommer bli verklighet och det kanske inte ens blir något av de ovanstående som spelar ut, så hur agerar vi?

Vi försöker fokusera på det som vi kan ha en vy på. Värdering och risk/reward är viktiga verktyg och något som blir ännu viktigare i perioder som denna. När det gäller värderingen ser vi att riskpremien har stigit generellt, och i småbolagen i synnerhet. Högre riskpremie pressar ned P/E-talen vilket vi ser ett tydligt mönster av i ett flertal av våra kärninnehav.

Graf 3 – Thule forward P/E



När det gäller värderingen kan vi också konstatera att Sverige värderas hyfsat i linje med det historiska genomsnittet, medan Danmark, Norge och Finland ligger under. Som helhet värderas nordiska småbolag under sitt genomsnitt.

Risk/reward är ett intressant mått, men fungerar bättre på enskilda investeringscase snarare än marknadsbedömningar. När vi räknar igenom våra bolag så ser vi – inte helt förvånande - mer uppsida än nedsida, på våra konservativa antaganden. Men det är viktigt att kombinera risk/reward med ett *sannolikhetsantagande* för investeringstesen, och just nu är detta den kanske svåraste delen i analysarbetet.

Vi får en hel del frågor kring småbolagsmarknaden just nu och vi märker att många investerare är på väg in. Och visst, det finns skäl för det.

- Värderingen är attraktiv jämfört med det historiska genomsnittet
- Vinsttillväxten ser ut att ha tagit fart igen
- Ökat intresse för Europa/Norden relativt USA
- M&A har kommit i gång, och det är i småbolagssegmentet det händer
- Återköp av egna aktier blir allt vanligare bland småbolagen
- Institutionerna är underviktade, men har börjat leta efter alfa igen

Den sista punkten ska man inte underskatta. En hel del kapital allokerades bort från småbolagssegmentet under 2022 och delar av 2023. Alla vi som har följt småbolagsmarknaden länge vet att det är så här det "alltid" ser ut i tider av oro. Sen börjar normaliseringen och marknaden fokuserar gradvis mer och mer på vinststillväxt och då hamnar man förr eller senare i småbolagssegmentet igen. Faktum är att småbolagscykeln vände redan i oktober 2023, varför vi räknar med att institutionerna som grupp, på historiskt manér, nu kommer i ökad grad börja omallokera igen, fast åt de andra hållet.

Graf 4 – Nordiska småbolag (grön) och Norden (orange och blå)



Sammanfattningsvis är konjunkturbilden fortsatt oklar, men mycket negativt är redan inprisat. Det skapar, historiskt sett, goda förutsättningar för långsiktiga investeringar – särskilt i bolag med sund balansräkning, god vinststillväxt och rimlig värdering. I det landskapet tycker vi att många småbolag sticker ut.

ORIGO SELEQT

Origo Seleqt steg med 5,2% under maj vilket var 1,2%-enheter över index. Därmed har Seleqt givit en avkastning om 29,1% för de investerare som har varit med sedan starten i mars 2022, vilket är 20%-enheter över index. Under månaden fick Origo Seleqt A sitt 3-årsbetyg från Morningstar och det blev det högsta möjliga, fem stjärnor! Det högsta betyget avser riskjusterad avkastning och går till de 10% procent bästa fonderna i varje fondkategori.



"Under månaden fick Origo Seleqt A sitt 3-årsbetyg från Morningstar och det blev det högsta möjliga, fem stjärnor"

RaySearch, Dynavox och nya det innehavet **Asmodee** bidrog starkast till månadens avkastning. Negativa avkastningsbidrag kom från **MTG, Bakkafröst** och **Matas**.

Fonden har, precis som vi har beskrivit i tidigare månadsbrev, en tonvikt på "Value" och "GARP". Inom Value-segmentet har vi ett 10-tal bolag med mycket attraktiv värdering, stark marknadsposition och en agenda för operativ förbättring. Inom GARP (Growth At a Reasonable Price) har vi en grupp bolag med enastående historisk vinststillväxt, där vi ser fortsatt goda värdeskapandemöjligheter och en värdering som är rimlig. Hälsovård är fondens största sektor, tätt följd av Sällanköpsvaror. Seleqt har sedan något år tillbaka endast haft en marginell exponering mot industri och i princip inga investeringar inom råvaror.

Under månaden har vi ökat på våra investeringar i **Thule, SLP** och **Vaisala** och sålt **Invisio**.

ORIGO QUEST

Origo Quest steg med 3,2% under maj. Avkastningen senaste 12 månaderna uppgår till 12,1%. Quest har en absolutavkastande lågriskstrategi, men det kan vara värt att notera att nordiska aktier (VINX Benchmark SEK NI) samtidigt har backat med 14% under det senaste året.

Långboken utvecklades klart bättre än den nordiska aktiemarknaden. Kortboken gav negativ avkastning men skapade positivt alfa, så sammanvägt blev maj en riktigt bra månad trots att fonden hade en oförändrat låg nettoexponering. Korrelationen mätt som Beta 12m uppgick till 0,1 vilket visar att fondens avkastning har skapats genom aktievalet och utan påverkan av marknadsrisken.

Bolagsmässigt bidrog de långa innehaven i **Dynavox**, **RaySearch** och **Invisio** allra mest. Derivat på index, **Profoto** (lång) och en kort position i försvarssektorn gav negativa bidrag. Vi har nu sålt ut de sista Invisio-aktierna efter en tillväxtresa utan motstycke i Origo Quest:s 13-åriga historia.

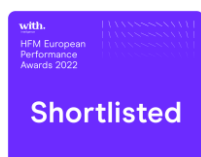
Graf 5 – Invisio och Stockholmsbörsen sedan Origos första investering i bolaget 2014



BOLAG I FOKUS

RaySearch levererade en superrapport i början på månaden, som bl.a. visade att intäkterna ökade med 29% och de viktiga licensintäkterna med hela 39%. Den mer framtidsblickande orderingången steg samtidigt med 72%! Vi träffade ledningen efter rapporten och kan konstatera att bolagets position på strålbehandlings-marknaden aldrig har varit starkare. RaySearch har nu över 1100 kliniker som kunder och man har börjat ta order även på de nylanserade produkterna. Man tog nyligen en stororder från Kina inom dosplanering för partikelterapi, ett område med stark tillväxt, och som indikerar att bolaget ligger i den absoluta framkanten av branschen. Vi hävdade för något år sedan att rörelsemarginalen skulle kunna stiga från 10-12% till över 20, kanske t.o.m. över 25%. Justerat för valutaeffekten så uppgick marginalen i kvartalet till 29%.

Sammantaget var Q1 ett rekordkvartal för bolaget på alla vis, men man ska komma ihåg att Q1 normalt sett inte är årets starkaste kvartal för dem och bolagets finansiella mål har senaste tiden överträffats flera gånger.



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.

Eleкта, som delvis konkurrerar med RaySearch, kom också med en delårsrapport som över lag var bättre än marknadens förväntningar. Intäkterna steg med 6% drivet främst av Asien och Europa. Även bruttomarginalen imponerade, med en uppgång från 36,6% till 40,3%. Bolaget kommunicerade också att det var mer aktivitet på flera ställen i världen, bland annat i Kina. "We are very positive to the demand, there is a sizable pent-up-demand"...

Vårt investeringscase i Eleкта, med start i början på 2024, vilar mycket på att just marginalerna ska upp i takt med att bolaget fasar ut gamla produkter och ersätter med nyutvecklad mjukvara och nya produkter. Det är mycket glädjande att se att Eleкта nu verkar ha påbörjat det arbetet, även om ett kvartal inte automatiskt innebär att en ny trend har skapats. Vi har ökat innehavet i våra fonder senaste tiden.

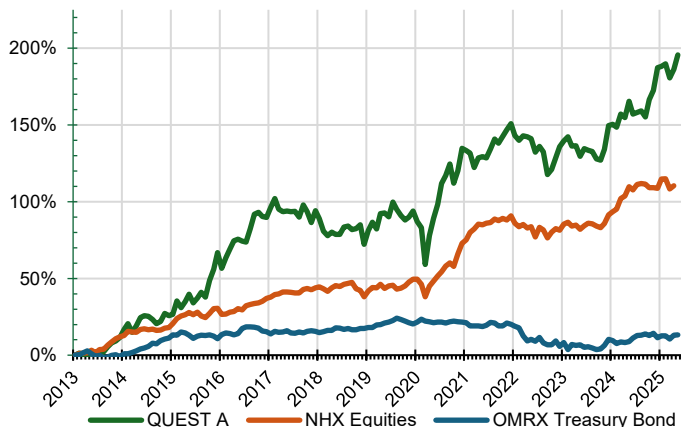
Danska **Matas** kvartalsresultat (Q4) var en liten besvikelse. Omsättningen nådde inte upp till våra förväntningar och det var framför allt den svenska delen (Kicks) som inte presterade. Vi noterar att integrationen med Skincity har påverkat siffrorna negativt, och drar inte alltför stora slutsatser av detta enskilda kvartal.

Investeringscasen bygger på goda förutsättningar för tillväxt i Skandinavien både från butiksexpansion, e-handel och ökade marknadsandelar. Synergier, bland annat genom effektivare inköp i en mer storskalig miljö, är också en av värde drivarna.

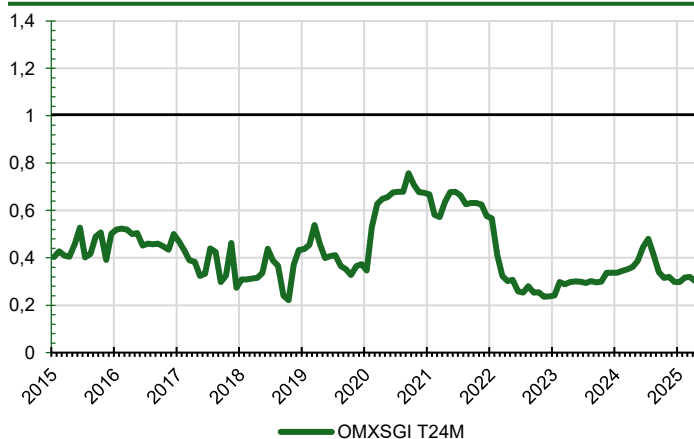
Hälsningar,
Team Origo



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	3,2								2,9
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
Vend	Transformation
Kalmar	Tillväxt & Styrning
New Wave	Tillväxt & Styrning

NAV

Klass	NAV	1 mån	2025
A	255,1	3,2%	2,9%
B	177,3	3,2%	2,9%
C	289,9	3,2%	2,8%
D	119,5	3,3%	2,7%

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 (250530)	188.3%
Nettoexponering (250530)	24.6%

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 avkastningsgrafiken.

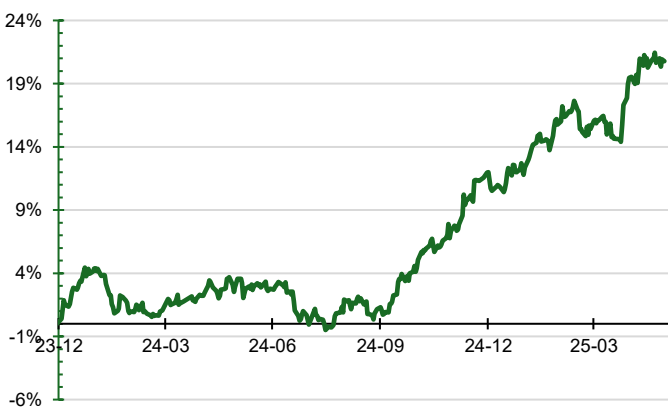
*** ORIGO QUEST är en specialfond enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder vilket innebär att den har ett friare placeringsreglemente än vanliga värdepappersfonder (UCITS). Fonden förvaltas av Origo Fonder AB som har Finansinspektionens tillstånd att förvalta alternativa 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								7,6
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
BioGaia	Tillväxt & Transformation
Raysearch	Transformation

NAV

Klass	NAV	1 mån	2025
A	129,1	5,2%	7,6%
C	129,2	5,1%	7,3%

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.