



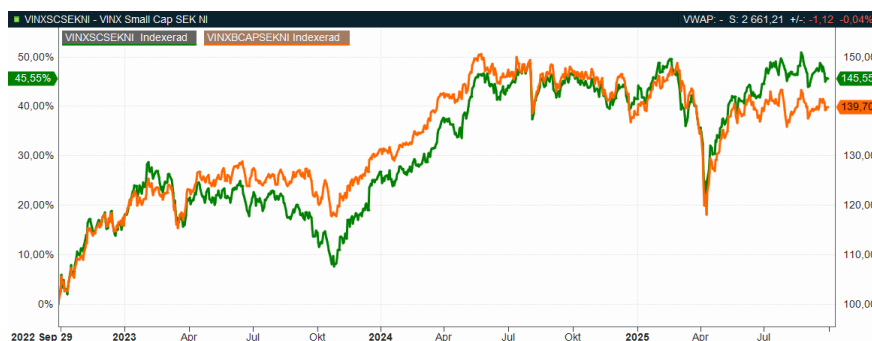
MÅNADSRAPPORT SEPTEMBER 2025

Intressant läge i nordiska kvalitetsbolag

- Förhoppningar om fler räntesänkningar och en konjunkturvändning
- 53% årlig avkastning – Nu tar vi hem vinsten
- FLSmidth – Nytt transformationscase
- Tema: Serieförvärvare – varför vi avstår

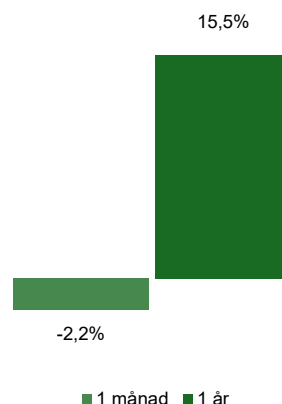
Globala aktier fortsatte uppåt i september (+3,1%) i spåren av den amerikanska centralbankens räntesänkning i mitten på månaden. Sänkningen var allmänt väntad sedan den svaga jobbrapporten i början på augusti. Dessutom flaggade FED för att fler sänkningar kommer 2025. USA-börsen ledde uppgången medan europeiska och nordiska aktier hade en mer modest utveckling. Defensiva sektorer, exempelvis Hälsovård och Stapelvaror hängde inte med när riskaptiten ökade, vilket däremot cykliska sektorer som Bank och Sällanköpsvaror gjorde.

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

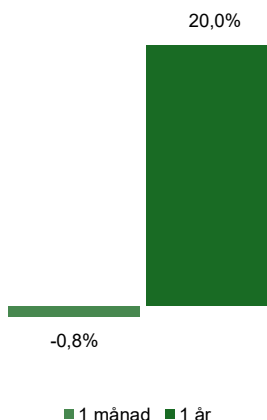


Den senaste tiden har "kvalitetsbolag" utvecklats klart svagare än breda marknadsindex. Vi ser mönstret både i USA och Europa. Vi tolkar det som att marknaden i allt högre grad har sökt sig till bank/finans och till "turn-around-bolag" med svagare balansräkningar, osäkrare prognoser men också stor potential OM en vändning skulle komma. Bank/finans har lett marknaden i Europa och Norden. På den motsatta sidan ser vi alltså kvalitetsbolag, som generellt sett har låg skuldsättning och god lönsamhet. Vi har ägt bank/finans, men har inte exponering mot en för tillfället stark nisch; små, norska högriskbolag. (Oslo Small Cap Index är +14% YTD).

Origo Seleqt

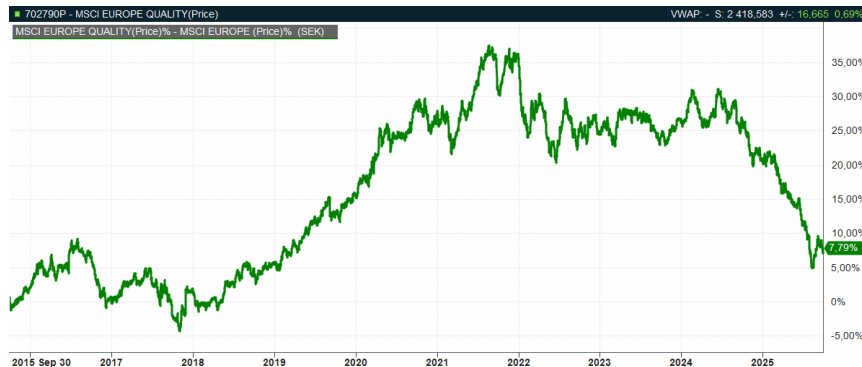


Origo Quest





Graf 2 – MSCI Europe Quality relativt MSCI Europé 10 år



Sådana här skarpa skiften i marknaden kommer då och då och katalysatorn bakom dessa förändringar är inte sällan räntan och riskaptiten. För en fondförvaltare kan det kortsiktigt vara en utmaning med denna typ av volatilitet, och det kan vara frestande att rotera in i den för tillfället mest populära faktorn, men en sådan strategi är i praktiken, enligt vår mening, väldigt svår-tajmad, dyr och problematisk att driva långsiktigt då aktieurvalsprocessen blir sekundär och otydlig. Vi tycker dock att den relativa nedgången för kvalitetsbolag är intressant och ser allt fler köpvärda småbolag på vår "prospect-list". Vi har ökat i det som vi tycker är kvalitetsbolag, bland annat **Thule** och **Biogaia**, och samtidigt sålt av delar av våra bank- och finanspositioner.

På bolagsfronten vill vi nämna en ny investering i Quest och Seleqt; det danska gruvutrustningsbolaget **FLS**. Vi ser en stor potential i den renodling som bolaget genomför och räknar med ökat värdeskapande. Läs mer i avsnittet "Bolag i fokus".

En annan intressant nyhet under månaden var att Elektas nya VD, Jacob Just-Bomholt, inte bara har omorganiserat friskt i ledningsgruppen, han har nu också köpt aktier för 47 miljoner kronor.

ORIGO SELEQT

Avkastningen i september blev -2,2% samtidigt som nordiska småbolagsmarknaden tappade 0,9%. Det svenska småbolagsindexet CSRX sjönk med -2,0%. Under 2025 har fonden stigit med 8,3% vilket är 5,4%-enheter före jämförelseindexet VINX Nordic Small Cap och 9,0% före svenska småbolagsindex.

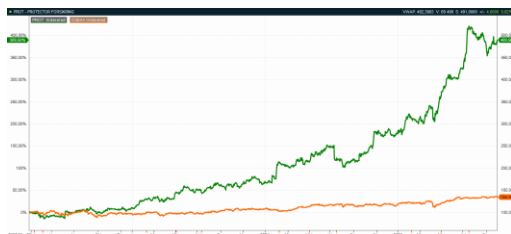
MTG, **New Wave** och **Elekta** utvecklades väl och bidrog positivt, medan framför allt **Kalmar** och **Hanza** hade en svag kursutveckling och tärde på avkastningen.

Origo Seleqt har levererat stark avkastning sedan start, jämfört med marknadsindex och mot liknande fonder. Därav toppbetyget 5 stjärnor i Morningstar. När vi utvärderar portföljens utveckling så är det tydligt att det inte är en eller ett fåtal affärer som sticker ut, utan snarare ser vi att en majoritet av investeringarna har presterat väl samtidigt som de sämre innehaven inte har kostat speciellt mycket.

Den fundamentala analysen har betalat sig och sedan har den löpande portföljförvaltningen och riskoptimeringen skapat värde ovanpå det.

Men, med det sagt, så går det inte att bortse från fondens investering i **Protector Forsikring**. Investeringen skedde i mars 2022 på kursen 100,30 och nu handlas aktien strax under 500 NOK. Avkastningen inklusive utdelningar uppgår till 389%, motsvarande en årlig värdetillväxt på 53,4%. Oslo-börsen har som jämförelse stigit med 34% under dessa 3,5 år. Aktieutvecklingen är i mångt och mycket ett resultat av ett fantastiskt arbete av ledningen i bolaget med Henrik G. Høye i spetsen, där man både har trefaldigt försäkringsresultatet, skapat god avkastning i finansrörelsen och har gjort framgångsrika återköp av egna aktier.

Graf 3 – Protector Forsikring och Oslo All Share Index sedan vår investering mars 2022

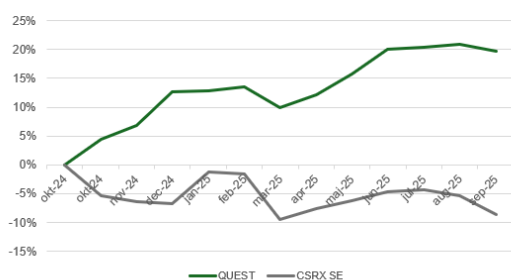


För 2026–2027 är vi dock mer osäkra och ser tecken på ökad konkurrens inom bland annat fastighets- och ansvarsförsäkringar i UK och Sverige. Men en normalisering av marginalerna de kommande åren, samtidigt som värderingsmultipeln har stigit från 7X nettovinsten (2022) till omkring 18X på 2026(p) har Risk/Reward-kvoten försämrats och vi har därför valt att ta hem vinsten i en av Origos allra bästa affärer senaste åren.

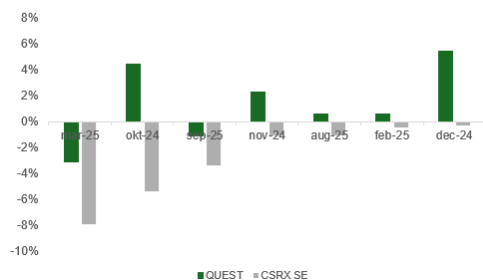
ORIGO QUEST

Avkastningen i Origo Quest uppgick till -0,8% under månaden, vilket innebär 6,6% sedan årets början. De senaste 12 månaderna har korrelationen (Beta) med aktiemarknaden varit begränsad (0,1), samtidigt som fonden levererat hög absolut avkastning.

Up 20% in a down market L12M



Resilient in down months L12M



Den långa portföljen utvecklades i linje med marknaden. **Kalmar** och **Thule** gav negativa bidrag, medan **ChemoMetec** hade en positiv påverkan. Den korta portföljen levererade både absolut och relativt marknaden, och **Zinzino** var den bästa bidragsgivaren.

Zinzinos aktie har fallit kraftigt, ned 30% den senaste månaden och 50% från toppen, vilket gjort den till en av de bäst avkastande positionerna bland våra blankningar i Quest då vi har haft bra tajming. Vid toppen hade bolaget ett börsvärde på omkring 10 mdr SEK, helt utan institutionellt ägande och en extremt hög värdering för en så skör affärsmodell. Trots halveringen handlas aktien fortfarande på höga P/E-tal, högre än bevisade konsumentbolag med starka varumärken och etablerade produkter.

Affärsmodellen bygger i grunden på ett MLM-upplägg där incitamenten ligger mer på rekrytering än faktisk produktförsäljning. Under de senaste månaderna har både medier och myndigheter (FTC, FDA och DSSRC) intensifierat granskningen. Produkternas påstådda effekter har ifrågasatts av tillsynsmyndigheter, och marknadsföringen har kritiserats för vilseledande hälsopåståenden.

Utöver detta tyngs bolaget av trovärdighetsproblem: omfattande närståendetransaktioner kopplade till grundarna (66 MSEK under 2024) samt betydande insiderförsäljningar. Sammantaget förstärker detta bilden av en affärsmodell som snabbt kan tappa momentum när förtroendet viker – något som man sett historiskt i etiskt ifrågasatta affärsmodeller som MLM marketing och time share hotel.



BOLAG I FOKUS: FLS

I början på 2023 meddelade det danska konglomeratet FLS att man skulle starta en renodlingsprocess med målet att fokusera på teknologi, produkter och tjänster till gruvindustrin för att driva lönsamhet och tillväxt. Denna förändring kom efter integrationen av ThyssenKrupps gruvverksamhet och förstärktes av försäljningen av cementverksamheten. Nu ser vi ett renodlat verkstadsbolag, som påminner om finska Metso och i vissa delar Sandvik, Epiroc och Atlas, med lägre operativ risk och större möjligheter att delta i branschens konsolidering.

Vårt investeringscase bygger på att:

- Vi ser fortsatt potential i själva transformationen
- Vi är långsiktigt positiva till tillväxtmöjligheterna i gruvbranschen
- Vi tycker att aktiemarknadens prognoser är för försiktiga

Transformationen har redan gett positiva effekter på marginalsidan, men vi tror det finns mer att hämta. Produktsidan dras fortfarande med problem och är förlustbringande, men man bör kunna komma upp till positiva siffror under andra halvåret 2026 givet den ordertrend vi nu ser. Tillsammans med den fina serviceverksamheten bör bolaget kunna förbättra rörelsemarginalen ytterligare ett par procent kommande år.

När den gäller marknadsförutsättningarna så ser utsikterna starka ut, speciellt på medellång och lång sikt. Det råder stor brist på kritiska metaller och mineraler så som litium, kobolt, nickel och koppar. Extremt haussade prognoser, ökat utbud och en svagare konjunktur har dock kortsiktigt lett fram till en oväntat svag marknad 2025. Vissa råvaror, bland annat koppar, föll kraftigt under sommaren, men har nu stabiliserats. Vi tror 2025 är ett mellanår, och det gradvis blir bättre under 2026 i takt med att gruvbolagen (kunderna till FLS) åter börjar investera.

Marknaden förväntar sig att försäljningen faller från 20 mdr DKK till 14,5 mdr 2025. Rörelseresultatet ska samtidigt hamna på 1,9 mdr eller 13%. Därefter förväntas omsättningen stiga marginellt (+3% resp. 5%) och rörelsemarginalen nå 15%. På dessa, enligt oss alltför försiktiga estimat, så värderas bolaget på 11X EBIT. Vi räknar med något bättre försäljning, en marginal på 16–17% och en "normaliserad gruvutrustningsvärdering" på 13-14X.

TEMA: SERIEFÖRVÄRVARE – NOT DRINKING THE COOL AID

För att sätta kontexten har vi länge haft ett intresse för så kallade serieförvärvare, ända tillbaka till 1990- och 2000-talet (**G&L Beijer, Addtech**) då de värderades på P/E 10X. Under det tidiga 2010-talet utgjorde de en av våra största positioner, då de var mer bevisade, levererade tvåsiffrig vinsttillväxt samtidigt som de handlades under EV/EBIT 15X.

När värderingarna sedan passerade 20X EBIT började de bli svårt att kalla det value eller oupptäckta, men vi fortsatte äga Addtech givet dess historik av att överlevera. De sista aktierna i Addtech avyttrades i början av 2025.

De fyra etablerade bolagen med lång historik: **Lifco, Lagercrantz, Indutrade** och **Addtech** värderades länge kring 15X EV/EBIT. Under småbolagsboomen 2021 toppade de dock på nivåer kring 35X EV/EBIT. Kombinationen av vinsttillväxt och multipelexpansion gav exceptionell totalavkastning under denna period.

I linje med kapitalcykelteorin skapade detta många nya serieförvärvare. Men i och med det har både konkurrensen ökat och kvaliteten sjunkit. De första som kom ut, **Storskogen, Vestum, Seafire** och **Idun**, har gått mycket svagt med Idun som undantag. De stora nya serieförvärvarna **Asker** och **Röko** är ned sedan första dagen på sin IPO (vi använder först dagen då IPO:erna var i praktiken stängda för publika investerare p.g.a. minimal free float).

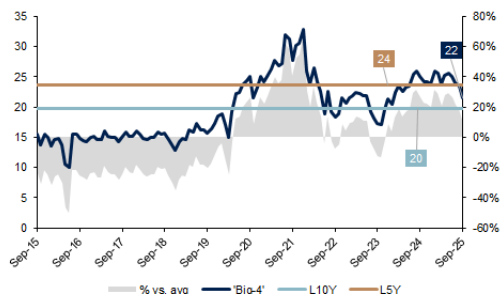
Det har bildats en grupp av kvalitets-serieförvärvare och en grupp som inte kunnat leverera i den publika marknaden. Premium-förvärvarnas värdering har stigit av detta då de trycks upp som favoriter att äga efter att ha levererat bättre än "kopiorna".

Idag är cirka 90% av svenska småbolagsfonder överviktade i serieförvärarna - ned från 100% för något kvartal sedan. Det är också det enskilt största bettet om man tittar på subsektorer.

Performance har dock avtagit. De fyra största har som grupp underpresterat och endast Addtech har gått i linje med marknaden. Gruppen mindre förvärvare har gått sämre än det.

Vad som är fair är alltid svårt att veta över tid, men att alla serieförvärvare alltid skall värderas på premium till bara för att de har varit så de senaste 5 åren tycker vi är ett bakvänt argument.

ABGs Research: Historiskt värdering på serieförvärvare



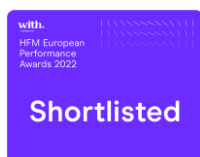
En attraktion med serieförvärvare är att man oftast får positiva vinstrevideringar då analytiker inte bakar in förvärv i framtiden. Enligt ABGs research har Addtech och Lagercrantz sett 7 procentiga vinstrevideringar, medan Lifco och Indutrade istället haft 5% respektive 15% nedrevideringar. Våldigt ovanligt.

Kollar man under huven på de fyra största så har alla bolagen haft 3 till 7% positiv påverkan från förvärv under året och det är bara Addtech som haft en organisk upprevidering. Indutrade har haft 18% underliggande nedrevidering och aktien blir givetvis straffad. Tittar man bredare är det bara Idun utöver Addtech som haft underliggande positiva revideringar i ABGs research. Medan ett 20-tal bolag har haft negativa vinstrevideringar inklusive förvärv, ett flertal med över 20%, vilket visar på högre cykliskitet än investerarkollektivet hoppats på.

Är detta är ett nordiskt fenomen? Ibland tenderar nordiska investerare att se sektorer väldigt homogent, medan utländska investerare har en helt annan syn. Fastighetsbolagen är ett bra exempel: under deras bull market värderades de i Norden som stabila tillgångsbolag, samtidigt som utländska investerare såg dem som mer cykliska och högre belånade än globala peers. Vi tror inte att serieförvärvare kommer att förbli lika enhetligt betraktade. Snarare väntar en tydligare differentiering mellan vilka bolag som kan leverera långsiktigt och vilka som inte kan.

Under tiden avvaktar vi med denna grupp av bolag tills värderingarna blir attraktivare och tills andelen överviktade fonder har kommit ned till en mer rimlig nivå.

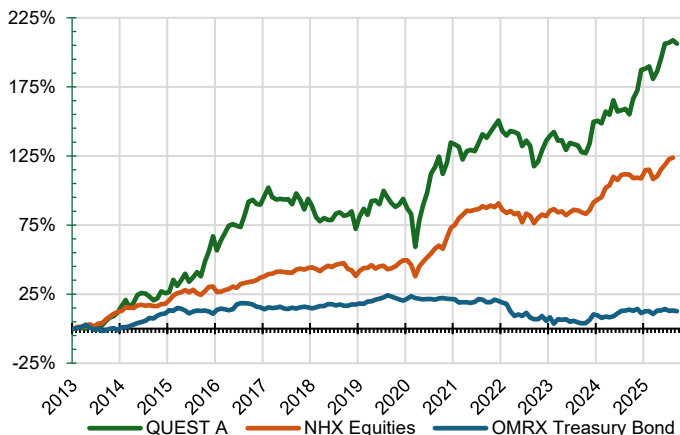
Hälsningar,
Team Origo



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				6,6
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
Paradox	Styrning

NAV

Klass	NAV	1 mån	2025
A	262,1	-0,8%	6,6%
B	183,7	-0,8%	6,6%
C	300,2	-0,8%	6,6%
D	123,1	-0,8%	5,8%

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 (250829)	187.1%
Nettoexponering (250829)	31.3%

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.

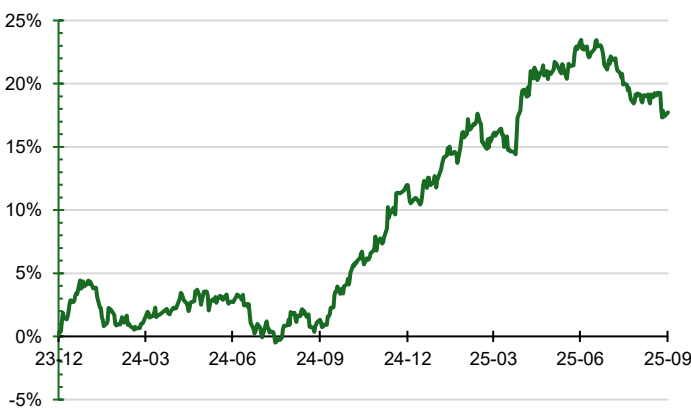
*** ORIGO QUEST är en specialfond enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder vilket innebär att den har ett friare placeringsreglemente än vanliga värdepappersfonder (UCITS). Fonden förvaltas av Origo Fonder AB som har Finansinspektionens tillstånd att förvalta alternativa 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				8,3
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	Värdedrivare
Biogaia	Tillväxt & Transformation
New Wave	Tillväxt & Styrning
Kalmar	Tillväxt & Styrning
Elekta	Transformation
Hanza	Tillväxt

NAV

Klass	NAV	1 mån	2025
A	130,0	-2,2%	8,3%
C	129,8	-2,2%	7,7%

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-/säljvgift	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.