



MÅNADSRAPPORT JANUARI 2026

Småbolagsrekyl och AI-frossa

- En allt tydligare och positivare småbolagstrend internationellt
- Svenska småbolag dock under (kortsiktig?) press
- Gamla ekonomins revansch fortsatte samtidigt som AI-frossan tog fart

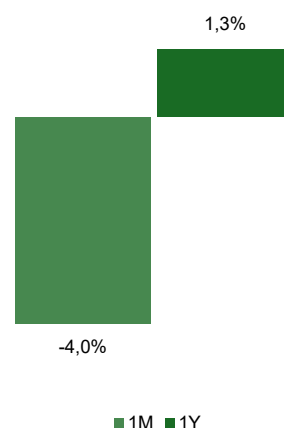
Januari bjöd på en hel del dramatik. I USA steg småbolagen (Russel 2000) samtidigt som de sju techjättarna (Mag7) rekylerade ned. Marknadens syn på konjunkturen stärktes samtidigt som tron på snabba räntesänkningar blev något mer pessimistisk, eller balanserad om man så vill, vilket pressade högt värderade tillväxtbolag. Mitt i teknologi-hypen har narrativet (i linje med vad vi har tagit upp i flera månadsbrev) börjat ändras från "Hur stort kan AI bli?" till "Hur snabbt syns AI-vinsterna?" eller t.o.m. "Vilka bolag kommer AI slå ut?".

Anthropics nylanserade AI-tjänst skapade börsfrossa i slutet på månaden. Deras verktyg ska automatisera juridiska processer och på Wall Street föll flera bolag kraftigt om det fanns minsta risk att deras verksamhet skulle kunna bli utmanade. Det finns givetvis en risk att vissa bolag, främst mjukvarubolag, kan få se sina affärsmodeller bli utkonkurrerade, men vi tycker det är för tidigt att dra alltför snabba slutsatser av hur konkurrensbilden de facto kommer se ut om något år. Men osäkerhet är aldrig bra och det kommer fortsätta påverka börsen och inte minst teknologisektorn och mjukvarubolagen. AI-frossan spred sig till Europa och Norden och i flera bolag såg vi tvåsiffriga nedgångar.

Den europeiska marknaden klättrade uppåt och starkast gick småbolagen. Generellt sett avancerade "den gamla ekonomin" (banker och cykliska bolag), och marknadssentimentet fick stöd av positiva kommentarer från ledande bolag. I Norden stack Sverige ut med en stabil uppgång i storbolagssegmentet, samtidigt som små- och medelstora bolag rekylerade ned relativt kraftigt. En väldigt ovanlig småbolagsrörelse i denna konjunktur- och vinstfas, och givet utvecklingen internationellt.

Vi har örat mot rälsen och har noterat att ett antal branschrelaterade orosmoln har pressat svenska småbolag. AI-hotet mot mjukvarusektorn är ett sådant möjligt hot. En tvekande konsument är en annan riskfaktor för det konsumenttunga småbolagssegmentet. Men vi noterar också att småbolagen i övriga Norden (och Europa och USA) har haft en relativt positiv utveckling, vilket bidrar till att vi mer än något annat gör bedömningen att rekylen handlar om fondflöden, ovanligt stora omallokeringar, förändringar i pensionssystemet och indexrelaterade justeringar.

Origo Select



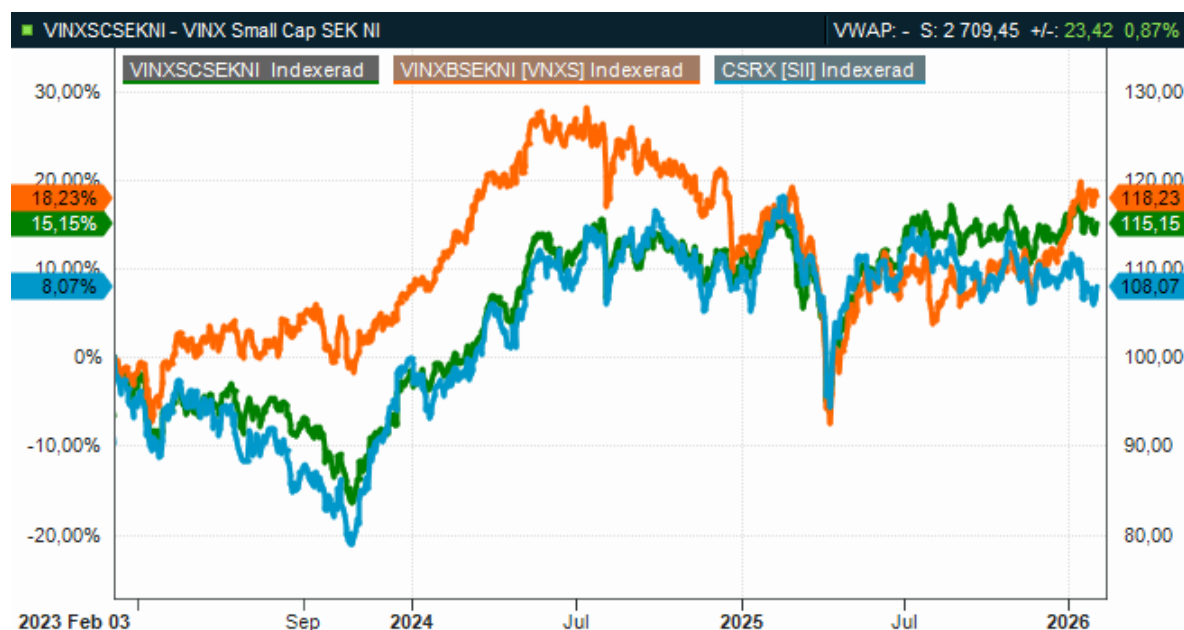
Origo Quest



Vi bevakar flera hundra småbolag och den allmänna bilden vi har är att 2024/2025 var vändningsåren och nu har såväl efterfrågan som vinstmarginalerna vänt uppåt. Självklart finns det gott om avvikande bolag, men som helhet förväntar vi oss en betydande vinststillväxt i år. Analyshuset Carnegie estimerar till exempel en vinstuppgång på hela 25% för svenska småbolag. Samtidigt har värderingen gått från en premie på som mest +30% för ett par år sedan till en rabatt på ungefär 10% idag. Pondera att P/E-multipeln på 15X (10-års snittet ligger på 16,9) är rimlig och är kvar på den nivån om ett år, då ska småbolagssegmentet växa i linje med (den starka) vinststillväxten. Nu vet vi att analyshusens vinstprognoser tenderar att vara lite höga i början på varje nytt år, men å andra sidan har vi sett en kronförstärkning av sällan skadat slag, vilket har inneburit stora negativa justeringar i befintliga prognoser.

Sammantaget bedömer vi att småbolagsrekylen i januari är av kortsiktig karaktär, att marknaden underskattar småbolagens normalvinstnivå och att värderingen i dagsläget erbjuder en intressant startpunkt för långsiktiga investerare.

Graf 1: Nordiska småbolag (grön), Norden all cap (orange), Svenska småbolag (blå) 3 år



I början på februari drar rapportperioden i gång på allvar och då får vi nya datapunkter att analysera. Givet de låga värderingarna på många småbolag just nu blir det än mer intressant att se siffrorna och ta del av framtidsutsikterna.

Några av våra övergripande frågor är:

- Hur ser lagersituationen och den underliggande efterfrågan ut inom cykliska kapitalvaror?
- Hur har den nordiska industrins konkurrenskraft påverkats av tull- och valutaoron?
- Hur hanterar spelbolagen en till synes mogen marknad?
- Hur utvecklas volymer och priser i den politiskt pressade hälsovårdssektorn?
- Hur ser bolagen generellt på sina investeringsmöjligheter kontra återköp/utdelningar?



ORIGO SELEQT

Avkastningen i Origo Seleqt blev -4,0% i januari. Nordiska småbolagsindex tappade 1,7% och svenska småbolagsindexet CSRX sjönk med 4,2%. Vi är inte nöjda med resultatet. Som vi har nämnt tidigare i rapporten var speciellt den svenska småbolagsmarknaden svag, och flera bolag föll kraftigt utan nyheter. Vi noterar samtidigt att fondkategorin som helhet levererade svagare än Seleqt. Sedan starten 2022 har fonden stigit med 28,4% vilket är 15 procentenheter bättre än index.

FLS, Hanza och nya innehavet **Arctic Falls** bidrog positivt till avkastningen. **MTG, Paradox** och **Dynavox** gick åt andra hållet.

Arctic Falls noterades på Stockholmsbörsen den 11 december och vi investerade i samband med börsintroduktionen. Bolaget är svenskt och tillhandahåller test- och utvecklingstjänster för fordonsindustrin, med fokus på vinter- och lågfriktionstester. Bolaget driver testanläggningar i norra Sverige där biltillverkare, däckbolag och andra leverantörer kan testa fordon, mjukvara och komponenter under utmanande vinterförhållanden.

I vår analys ser vi särskilt positivt på bolagets långsiktiga kundrelationer och nischade spetskompetens. Omsättningen har växt stadigt och 10-års CAGR uppgår till 16% samtidigt som marginalerna har följt med uppåt och numera ligger på dryga 40%. Framöver räknar vi med fortsatt fin tillväxt, drivet av en hög andel (+75%) kontrakterade serviceintäkter. Utöver de långa kontrakten erbjuder man on-demand service där lönsamheten normalt är högre men också mer volatil. Som helhet räknar vi med 15% årlig VPA-tillväxt kommande 3 åren och tycker att värderingen på ~13X EBIT för ett kvalitetsbolag med unika tillväxtegenskaper är attraktivt. Teckningskursen var 72 kronor och handeln startade på runt 105. Sedan dess har aktien stigit till dagens 112 kr.

ORIGO QUEST

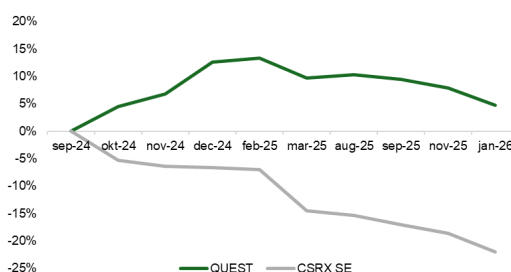
Avkastningen i Origo Quest blev -2,9% i januari, vilket var en besvikelse. Däremot är vi fortsatt nöjda med att Quest har levererat hög avkastning med låg risk både på lång och medellång sikt. De senaste 24 månaderna har fonden haft en årlig avkastning på 10,8%, med en marknadskorrelation (beta) på endast 0,17.

Korta boken bidrog positivt till avkastningen under månaden och hade som största vinnare **Beijer Ref, Apotea** och **Betsson**.

Däremot hade den långa portföljen en svag utveckling. **Paradox, Dynavox**, och **Chemometec** var de största förlorarna medan **FLSmidth, Xvivo** och, **Hanza** var några av vinnarna.

Resiliens i nedmånader är en viktig egenskap i en hedgefond. Nedan är en graf som vi har visat förut: Quests avkastning jämfört med CSRX under nedmånader. Även om fonden hade en tuffare månad så fortsatte spreaden att öka och Quest har nu gått +29% enheter bättre under dessa månader.

Graf 2: Quests kumulativavkastning under nedmånader



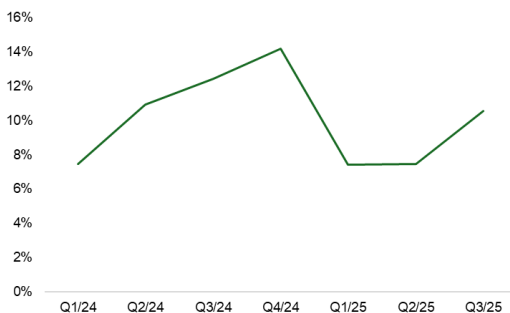
Stora delar av nedgången har skett utan bolagsspecifika nyheter och har i stället drivits av tekniska faktorer, såsom flöden. Vi bedömer att detta har skapat attraktiva investeringsmöjligheter i flera småbolag som haft en svag start på året, vilket vi också har utnyttjat. Ett stort kursfall i januari, och samtidigt ett av fondens största innehav, är **Dynavox** - ett bolag vi fortsatt har hög tilltro till. Läs mer om vår investeringstes på nästa sida.

BOLAG I FOKUS

Dynavox utvecklar och säljer specialiserade kommunikationslösningar (AAC) i form av hårdvara och mjukvara som gör det möjligt för personer utan verbal kommunikationsförmåga att uttrycka sig. Bolagets system används bland annat av personer med cerebral pares, ALS och autism. Dynavox är världsledande inom AAC som är en underpenetrerad marknad där de fortsätter växa snabbt.

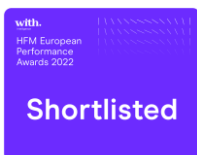
2025 har varit ett investeringsår. Implementeringen av ett nytt ERP-system samt flytten av FoU-teamet har pressat marginalerna och lett till en ökad oro i marknaden under 2026 kring bolagets långsiktiga marginaler.

Graf 3: Dynavox EBIT marginal Q1/24-Q3/25



Vi har inte delat denna oro då vi ansatt att kostnaderna varit av tydlig engångskaraktär och bolaget har en inbyggd skalbarhet i deras säljmodell. Den utgör också en av Dynavox viktigaste konkurrensfördelar.

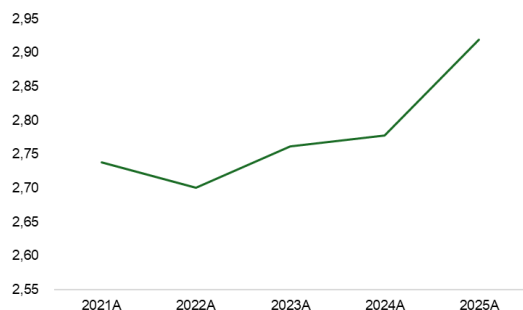
Istället för traditionell produktförsäljning har bolaget byggt en modell med fokus på utbildning och långsiktigt samarbete med logopedier som sedan förskriver produkterna. Det skapar starka relationer med återkommande intäkter, höga inträdesbarriärer och en försäljning som kräver allt mindre marginalinsats över tid



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.

Ytterligare en tillväxtdimension är den amerikanska ersättningsmodellen. Under stöd av "The Americans with Disabilities Act" har individer rätt till en ny AAC-produkt vart femte år, vilket skapar en förutsägbar eftermarknad och en hög effektivitet i återförsäljningen. Över tid kan vi se effekten av dessa faktorer där varje försäljningskrona genererar högre intäkter.

Graf 4: Omsättning / försäljningskostnader



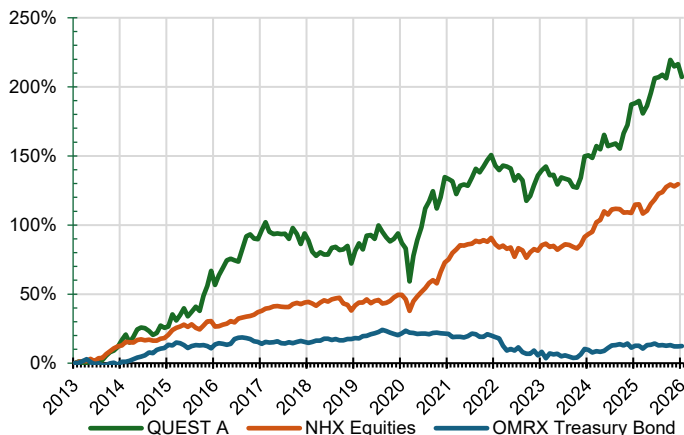
I Q4-rapporten som släpptes igår levererade bolaget 27 % organisk tillväxt och en EBIT-marginal på 15,2 %, jämfört med ett genomsnitt på 8,5 % under tidigare kvartal 2025. Marginalerna var trots detta fortsatt påverkade av engångseffekter samt en svag dollar. En drivande faktor var just deras säljeffektivitet som fortsatte att öka under kvartalet.

Bolaget handlas idag kring 22x EBIT 2026E, vilket vi tycker är för lågt. Värderingen faller snabbt och ett kvalitetsbolag likt Dynavox ska handlas till en premie.

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
2026	-2,9												-2,9
2025	0,3	0,6	-3,2	2,0	3,2	3,6	0,2	0,6	-0,8	4,3	-1,4	0,5	10,1
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
Biogaia	Tillväxt & Transformation
Elekta	Transformation
Chemometec	Tillväxt
Dynavox	Tillväxt
Carasent	Tillväxt

NAV

Klass	NAV	1 mån	2026
A	258,9	-2,9%	-2,9%
B	184,3	-2,9%	-2,9%
C	301,1	-2,9%	-2,9%
D	123,4	-2,9%	-2,9%

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	3
Bruttoexponering (260130)	193.6%
Nettoexponering (260130)	32.1%

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.

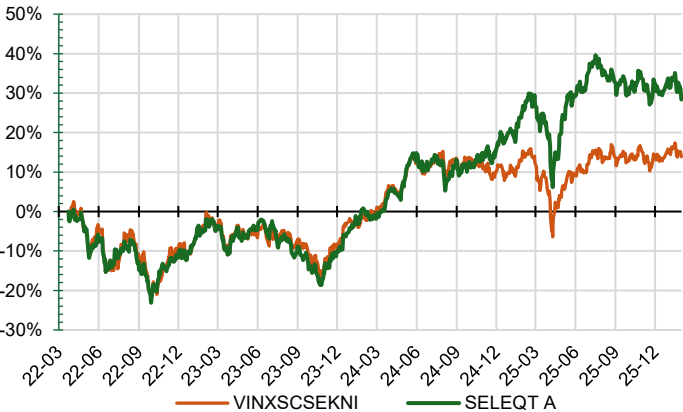
*Uppgifter om avkastning, risk, innehav etc. avser andelsklass A i svenska kronor, efter avgift och utan hänsyn till skatt eller inflation, per den sista bankdagen i månaden, om inget annat anges. Historisk avkastning i andelsklass A och B redovisas med hänsyn till att prestationsbaserat arvode är individuellt 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.

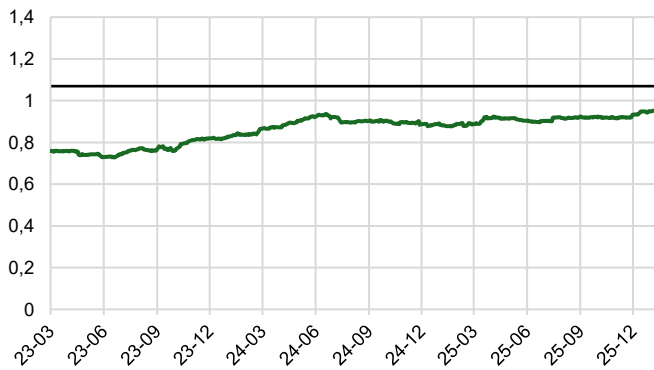
*** ORIGO QUEST är en specialfond enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder vilket innebär att den har ett friare placeringsreglemente än vanliga värdepappersfonder (UCITS). Fonden förvaltas av Origo Fonder AB som har Finansinspektionens tillstånd att förvalta alternativa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



Värdeutveckling sedan start*



Korrelation med jämförelseindex (Beta)



Värdeutveckling per månad (%)*

	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	år
2026	-4,0												-4,0
2025	5,5	0,1	-6,7	3,7	5,2	4,7	0,4	-2,1	-2,2	2,9	-0,4	0,4	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
Elekta	Transformation
Hanza	Tillväxt
Kalmar	Tillväxt & Styrning
FLSmidth	Transformation

NAV

Klass	NAV	1 mån	2025
A	128,4	-4,0%	-4,0%
C	127,8	-4,1%	-4,1%

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.