



MÅNADSRAPPORT JULI 2025

Aktiemarknaden visar fortsatt stryka

- Europa bättre än väntat
- Freetrailer – redo för nästa tillväxtfas
- Värdering talar för småbolagen

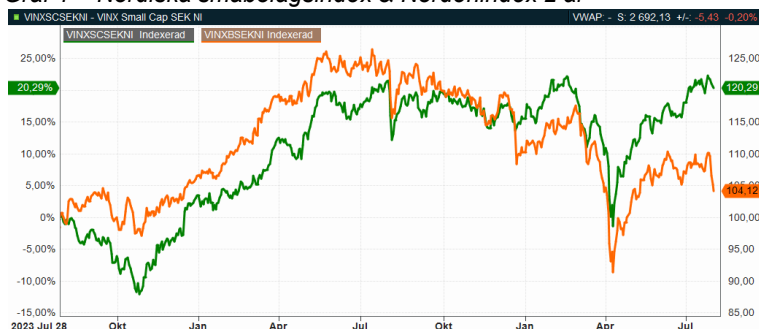
MARKNADEN

Globala aktiemarknaden har visat styrka sedan i maj och trenden fortsatte i juli. Bolagsrapporterna har fått tummen upp och tullproblematiken bedöms av allt fler som hanterbar givet de nivåer som har diskuterats under sommaren.

Trots en hel del påtryckningar från president Trump så lämnade Federal Reserve styrräntan i USA oförändrad. Beslutet togs dock av splittrad direktion, då två ledamöter röstade för en sänkning. Marknadens tolkning blev att skjuta fram räntesänkningsscenariot till oktober. I Europa kom samtidigt starkare statistik än väntat där både BNP och den samlade konfidensindikatorn visade på en uppgång. Frankrike, Spanien och Tyskland visade starkast siffror. Det är dock en bit kvar till medelvärdet i EU och i den viktiga byggsektorn minskade förtroendet. I Norden var den stora nyheten vinstvarningen från läkemedelsjätten Novo Nordisk, som helt tycks ha tappat sin tillväxttrend och numera spår en noll-tillväxt under andra halvåret. Aktien föll dramatiskt och som mest utraderades 900 miljarder SEK från börsvärdet. En lärdom av Novo-haveriet är att konkurrenslandskapen hela tiden förändras. En stark position idag säger inte så mycket om hur det kommer se ut nästa år. Därför är det enormt viktigt att ta med denna risk när man värderar bolag som i hög grad är beroende av en eller ett fåtal produkter.

Småbolagen fortsatte att utvecklas starkare än storbolagen, vilket (förutom Novos krasch som pressade storbolagsindex) delvis kan förklaras med bättre konjunkturutsikter i Norden/Europa och ökad riskvilja. Världsindex steg med 1,2% och breda Nordenindex tappade samtidigt 2,8%. Nordiska småbolagsindex klättrade med 1,9% och har därmed stigit med 4,1% hittills i år.

Graf 1 – Nordiska småbolagsindex & Nordenindex 2 år



Origo Seleqt

20,8%

0,4%

■ 1 månad ■ 1 år

Origo Quest

19,0%

0,2%

■ 1 månad ■ 1 år

ORIGO SELEQT

Origo Seleqt steg med 0,4% under juli vilket kan jämföras med småbolagsindex som steg med 1,9%. Sedan årets början motsvarar uppgången 13,1% och under samma period har index stigit med 4,1%. Seleqt har presterat väl mot andra småbolagsfonder och nordenfonder sedan start. F.n. rankas fonden som nummer 1 av 113 fonder i Norden av Citywire på 12 månader och över 3 år har Seleqt avkastat 51% mot 22% för fondkategorin.

Hanza, Protector och Kalmar utvecklades riktigt bra och stod för de största positiva bidragen. **MTG och Biogaia** gick år det motsatta hållet och drog ned månadens avkastning.

Hanzas rapport för andra kvartalet var solid och överträffade marknadens förväntningar. Tillväxstoryn är intakt och rapporten ger ny energi och konfidens till investeringscaset. Fortfarande ligger dock Hanza något efter sin egen tillväxtplan men vi bedömer att det är högst troligt att hösten kommer bjuda på ett eller flera förvärv. Origo blev ägare i Hanza under hösten 2022. Då hade bolaget precis dubblat sin försäljning sedan 2018. Det nya målet blev att åter dubbla försäljningen till 2025, vilket man redan har lyckats med. Vi sätter en hög sannolikhet på att ledningen med VD Erik Stenfors i spetsen kommer presentera nya mål under hösten där man sätter upp ribban rejält (50-100% ökning) fram till och med 2028.

Graf 2 – Hanza (grön), Note (konkurrent) (blå)



Laxodlaren Bakkafrost vinstvarnade under månaden och lyfte bland annat fram svaga laxpriser som orsak till den negativa utvecklingen.

Vinstvarningen kom överraskande för oss och följer tyvärr en kedja av negativa nyheter från bolaget. Vi tror det finns flera bakomliggande orsaker och ser alltmer förvärvet av Scottish Salmon Company 2019 som ett misslyckat köp. Under månaden sålde vi vårt innehav och ökade i stället på i finska trucktillverkaren Kalmar där den operativa utvecklingen nu accelererar.

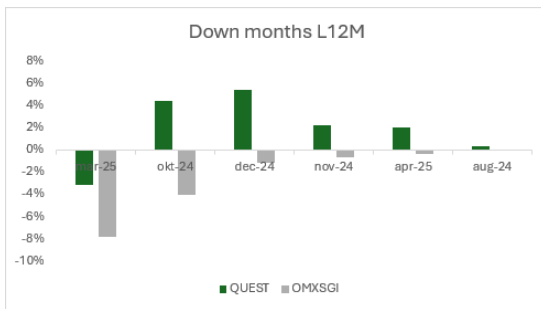
ORIGO QUEST

Origo Quest steg med 0,2% under juli. Sedan årets början uppgår avkastningen till 6,8%. Den långa boken hade en svagt positiv utveckling medan den korta gav ett mindre negativt bidrag.

Hanza, Dynavox och Kalmar bidrog bäst i den långa boken. I den korta boken gav gruppen industribolag ett negativt bidrag medan teknologi (bl.a. **Tobii**) gav bra betalt.

Riskhanteringen i en hedgefond är väldigt annorlunda jämfört med en long only fond då man både använder belåning och därmed har ett brutto som oftast överstiger medlen i fonden, samt att man har korta positioner som i teorin kan stiga hur mycket som helst. Vårt mål är att fonden skall ha ett beta (marknadskorrelation) kring noll och därmed kunna leverera avkastning i både fallande likväl som stigande marknader över tid. Från månad till månad är det inte alltid målet nås övertid så är det ambitionen.

Om vi kollar de senaste 12 månaderna så är Quest upp cirka 20% och denna avkastning har kommit i både ned-månader likväl som upp-månader i en aktiemarknad som i slutändan har varit ganska oförändrad vad gäller småbolag i Norden. Index för nordiska stora bolag är ner 20% under samma period. Vi kan se i tabellen nedan att Quest hade en ned-månad då marknaden tappade ca 8% och i de andra 5 nedmånaderna hade man plusmånader. Kumulativt levererade Quest cirka 12% i avkastning under nedmånader den senaste 12 månaders perioden.



Belåningen gör att även om man har en diversifierad portfölj så måste man i större utsträckning bedöma s.k. överkoncentrationer som kan påverka portföljen, till exempel överkoncentration mot en sektor, tema, makro eller andra faktorer.

Quest strävar efter att ha en begränsad överkoncentration mot sektorer eller faktorer även om vi har en positiv eller negativ syn. Ta exemplet online gambling, vi är rätt negativ mot sektorn top down med riskerna i sektorn som ökat de senaste åren med penningtvätt, krypto och tillväxtmarknader, samt att vi är rätt negativa på flera bolag bottom up. Trots detta har vi en total vikt som vi tycker inte kom upp i så stor andel att vi är överkoncentrerade. Vår filosofi är att om man inte tar för stora sektorbets hjälper det en generellt med att ta bort risker för överkoncentration även vad gäller tema, makro och andra faktorer.

Generellt har vi fler korta positioner än vad vi har långa positioner och det är en del av kortbokens specifika riskhantering i den totala riskhanteringen av Quest.

BOLAG I FOKUS

Freetrailer

Hösten 2021 investerade Origo i det danska släpvnagnsbolaget Freetrailer, genom en direkttransaktion med huvudägaren vilket gav en ägarandel om 2,1% av bolaget. Vi hade under en tid sökt efter intressanta tillväxtbolag med exponering mot den växande delningsekonomin och vi fann alltså Freetrailer som då flög under radarn för de flesta, eller snarare samtliga, nordiska fonder och institutionella investerare. Bolaget hade varit noterat sedan 2018 och hade precis tagit steget från Norden till Europa. Börsvärdet låg på omkring 270 MSEK, man hade precis nått break-even och aktien handlades på 4X omsättningen.

Hypen kring delningsekonomin, som har riktigt gamla rötter, hade lagt sig då den i verkligheten inte riktigt fungerade. Initialt hade det mest handlat om att byta saker med varandra och det hanterades ofta av olika ideella organisationer. Vår investeringstes byggde på att vi nu såg tecken på att delningsekonomin 2.0 skulle ta fart med stöd från den digitala utvecklingen. Airbnb och Uber hade framgångsrikt visat att delandet, miljötanket och gästfriheten kunde kombineras med snabb expansion och ett vinstintresse.

Affärsmodellen bygger på samarbeten med större affärskedjor (ex. IKEA, ICA, Jem & Fix med flera) där partnern betalar en summa till Freetrailer mot att de får reklamplats på trailern. Freetrailer sköter all hantering av släpen inklusive bokningar och service. Kunderna kan låna trailern gratis i fyra timmar, men de flesta väljer att förboka och även att köpa en tillhörande försäkring och det är dessa tilläggstjänster som genererar den fina marginalerna.



Fyra år senare kan vi konstatera att bolaget inte har legat på latsidan och att vår investeringstest har spelat ut över förväntan. 2023 fick bolagets nya ledning en tydlig uppgift från styrelsen och de större ägarna; investera mer i innovation och tillväxt och acceptera en lägre lönsamhet under en viss period för att bygga något större i framtiden. Detta skedde också, och man växte både antalet säljare och utvecklade en helt ny IT-plattform under 2023–2024.

Såväl omsättningen som börsvärdet har nu stigit med nästan 3X. (Under samma period har det breda Norden-indexet stigit med 15%). I den senaste kvartalsrapporten (Jan-Mars) visade den skickliga VD:n Nicolai Frisch Erichsen upp en omsättningstillväxt Y/Y på 26% samtidigt som antalet uthyrningar ökade med 29%. Resultatet steg med 46% och man passade på att höja helårsprognosen. När vi blickar framåt så räknar vi med högre intäkter per trailer, att det lossnar i Tyskland och en fortsatt geografisk expansion vilket tillsammans ger en årlig tillväxt på 20–30% och en rörelsemarginal på 18–19% (14,6%) på ett par års sikt. Då värderas bolaget på 16-17X EBIT och 3X omsättningen, vilket enligt vår modell innebär en klart intressant risk/reward i ett bolag som har en långsiktig strukturell medvind och en hållbar affärsmodell. Freetrailer är innehav i både Quest och Seleqt.

Värderings special – en uppdatering

Vi har i tidigare månadsbrev lyft fram den långsiktiga potentialen i småbolagssegmentet i Norden, efter flera års svag utveckling jämfört med storbolag i både Europa, Norden och framför allt USA. Värderingarna är fortsatt låga i relation till storbolagen, där jättar som Magnificent 7 i USA, LVMH, SAP, och Novo Nordisk i Europa, Atlas Copco och AstraZeneca i Norden, haft en klart starkare utveckling.

Det råder inte längre någon tydlig underavkastning i småbolag, men heller ingen bred överavkastning även om vi har sett att mindre bolag börjat prestera bättre sedan oktober 2023. Redan i mitten av förra året skrev vi att när småbolag påbörjar en ny fas av långsiktig överavkastning, är det främst de mindre och lågt värderade småbolagen som driver den positiva utvecklingen. Dispersionen (spridning i avkastning) är fortsatt hög bland europeiska bolag, 2024 var ett rekordår, och detsamma gäller för mindre nordiska bolag. Bland de största småbolagen i Norden har skillnaden i avkastning mellan den högsta och lägsta kvartilen varit hela 60 % de senaste 12 månaderna.

I samma månadsbrev påpekade vi att marknaden initialt ofta favoriserar det som fungerade väl i föregående cykel. Detta syntes tydligt under de tolv månaderna fram till mitten av 2024, då de största småbolagen, som utifrån ett nordiskt perspektiv snarare kan betraktas som medelstora, med börsvärden över 100 miljarder kronor utvecklades mycket starkt. Under 2025 ser vi en annan bild: dessa bolag går nu i linje med index, som i sig har stått still i år.

De största småbolagen i Sverige har under 2025 fått nedrevideringar i vinstestimaten med cirka 5 %, samtidigt som aktiekurserna har varit relativt oförändrade. I början av året förväntades dessa bolag öka vinsten med i snitt 9 % under 2025, men prognoserna har justerats ned till cirka 4 %. För 2026 väntas dock en tydlig acceleration med vinsttillväxt närmare 20 % som grupp.

Vår tolkning är att denna förväntade acceleration fortfarande motiverar dagens aktiekurser, trots att konsensusestimaten sänkts och värderingarna ligger över det historiska snittet.

De tio största småbolagen i Sverige värderas nu till 32 gånger årets vinst, och 27 gånger 2026 års vinst enligt konsensus. Ser vi till de 20 största småbolagen är värderingen något lägre, runt 26 gånger 2026 års vinst. År 2019 handlades dessa tio största bolag till cirka 26 gånger vinsten och har sedan dess haft en god tillväxt och multipelexpansion. Tittar man på alla småbolag har vinsterna också ökat sedan toppen i småbolagsindex 2021, men värderingarna har kommit ned vilket har lett till att index som helhet inte nått nya toppnivåer. Småbolagsindex är fortfarande drygt 10 % under sin tidigare högstanivå.

Vår tes är att det inte bara krävs vinsttillväxt utan också värderingsstöd för att man skall kunna överavkasta över tid. Bolag utanför de 20 största i småbolagsindex handlas i dag till cirka 15 gånger vinsten och har haft lika stor dispersion som de största småbolagen.

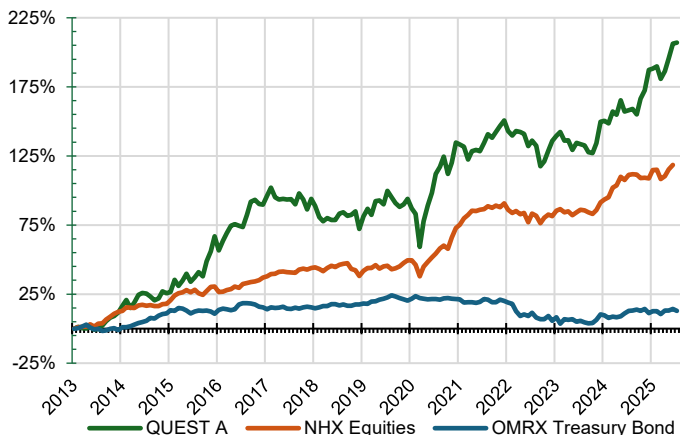
På Origo fokuserar vi på värde, kvalitet och förändring – tre faktorer som tillsammans ger oss möjlighet att hitta bolag med både vinsttillväxt och värdeförändring. Under de senaste åren har vi sett selektiva möjligheter i de mindre småbolagen och många fina möjligheter bland de större småbolagen. I dag ser vi fler intressanta möjligheter i de mindre småbolagen i Norden, medan möjligheterna i de större småbolagen blivit mer selektiva.



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						6,8
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
Dynavox	Tillväxt
Kalmar	Tillväxt & Styrning
Carasent	Tillväxt
Thule	Tillväxt
Hanza	Tillväxt

NAV

Klass	NAV	1 mån	2025
A	262,9	0,2%	6,8%
B	184,1	0,2%	6,8%
C	301,0	0,2%	6,8%
D	123,4	0,0%	6,0%

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 (250731)	184.0%
Nettoexponering (250731)	21.9%

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	4,7	0,4						13,1
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
Kalmar	Tillväxt & Styrning
Hanza	Tillväxt
New Wave	Tillväxt & Styrning
Alm Brand	Transformation
RILBA	Styrning

NAV

Klass	NAV	1 mån	2025
A	135,8	0,4%	13,1%
C	135,7	0,4%	12,6%

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.