



MÅNADSRAPPORT NOVEMBER 2025

Bättre risk/reward i småbolagssegmentet

- Avvaktande aktiemarknad, men allt bättre makroekonomi
- Elekta: Lovande nystart med ny VD
- Intellego (kort position): Dramatisk utveckling under november

Såväl Världsindex som Nordenbörserna hade en neutral utveckling under månaden, medan småbolagsindex i Norden föll med 0,9%. Under andra halvåret har merparten av makroprognoserna fortsatt att klättra högre vilket också skedde i november. Det gäller både USA och Europa och delvis för Asien. Dragloket är tjänstesektorn medan industrin rör sig mer sidledes. De relativt svaga industri-siffrorna kan ha påverkats av en tidigare lageruppbyggnad i USA drivet av tullarna. För 2026 verkar marknaden diskontera en försiktig ökning av produktionen.

Aktiemarknaden har pendlat kring nuvarande nivåer under hösten och haft svårt att lyfta, trots bättre makro och stabila Q3-rapporter. En faktor som har spelat en viss roll är marknadens vy på AI-temat. Över hälften av alla tillfrågade i BoA:s senaste investerarundersökning menar att vi är inne i en AI-bubbla och anser att det är den klart största risken i aktiemarknaden idag. Vi är eniga i att de största riskerna finns på andra sidan atlanten och i den indextunga teknologisektorn, och vi tror att europeiska och nordiska aktier har smittats av denna oro.

2025 är snart glömt och vårt fokus ligger på 2026–2027. Generellt sett ser vi starkare vinsttillväxt i småbolagssegmentet än i storbolagssegmentet och till en värdering som är något attraktivare. Om konjunkturscenariot blir som vi tror med en fortsatt förstärkning samtidigt som inflationen sjunker i merparten av Norden är aktier ett starkt alternativ och småbolagen framstår som mest intressanta.

Våra fonder är främst positionerade för strukturell tillväxt (ex. genom hälsovårdssektorn) och för lite bättre konsumtion (ex. sällanköpsvaror). Det är där vår "bottom-up" analys har identifierat de mest intressanta investeringsidéerna utifrån ett risk/reward-perspektiv.

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



Origo Seleqt

15,6%

-0,4%

■ 1M ■ 1Y

Origo Quest

15,6%

-1,4%

■ 1M ■ 1Y

Cancervårdsbolaget **Elekt**a (Quest och Seleqt) blev en av månadens största vinnare med en uppgång på 20%. Rapporten för det andra kvartalet visade på en organisk försäljningsökning på 1% och en något stigande rörelsemarginal på 10,1%. Samtidigt skrev man ned värdet på orderboken med ytterligare drygt 2 miljarder till följd av striktare tolkning av kriterier. En ganska normal Elekt-a-rapport kan man tycka, men det fanns annat som stack ut. Den nya VD:n Jakob Just-Bomholt, med en bakgrund inom teknologi och innovation och att ha lyft lönsamheten väsentligt i 3Shape, utvecklade Elektas strategi i rapporten och lyfte särskilt fram möjligheterna att skapa en mer effektiv organisation med snabbare beslutsvägar.

Den nya operativa modellen ska skapa tillväxt men också leverera betydande kostnadsbesparingar. Bolaget kommunicerar 500 miljoner kronor, men vi bedömer att detta är i underkant givet planen att reducera cirka 450 heltidstjänster. Minst lika viktigt är att antalet managementnivåer minskas från tidigare nio till fem (att jämföra med Nvidias tre). Vi har följt bolaget länge och ofta noterat hur ledningen överraskats av diverse avvikelser och händelser under kvartalen - något som tyder på en ineffektiv organisation och otydlig styrning, drivet av denna hierarki. Vi välkomnar därför detta skifte.

Elektas bruttomarginaler har minskat något de senaste 5–6 åren, från över 40% till 37–38%. Vi bedömer att den främsta anledningen är prispress på Elektas gamla flaggskeppsprodukt Elekt Versa HD som har funnits på marknaden länge. Beskedet från bolaget, i samband med rapporten, var att man nu räknar med ett godkännande i USA av den så oerhört viktiga uppföljaren Elekt Evo inom 180 dagar. Det är positivt och skapar goda förutsättningar att komma tillbaka till bruttomarginaler över 40%. Därtill ska bolaget kapa de operativa kostnaderna med hela 500 MSEK vilket gör att vi sammantaget förväntar oss ett rejält marginaltyft de kommande åren.

Sammantaget tycker vi att informationen från bolaget är positiv och att vår investeringstest, initierad våren 2024, är intakt. Vi ökade på innehaven i våra fonder innan rapporten och det är alltså ett av de större innehaven i både Quest och Seleqt.

ORIGO SELEQT

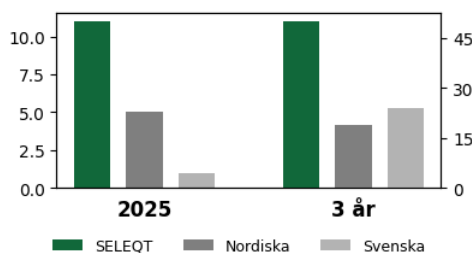
Seleqt tappade 0,4% under månaden samtidigt som jämförelseindex sjönk med 0,9%. Under 2025 har fonden avkastat 10,9% och index ligger på 4,3%. Motsvarande siffror sedan starten 2022 är 33,2% för Seleqt och 14,3% för index.

Elekta, **Harvia** och **Paradox** bidrog positivt. På den negativa sidan fanns **FLS**, **Hanza** och **MTG**.

Året är inte slut ännu, men vi noterar att Seleqt har levererat konkurrenskraftig avkastning jämfört med de flesta relevanta index och jämförbara fonder under 2025, precis som var fallet under 2024. Fondens avkastning på cirka 11% i år kan jämföras med genomsnittet av nordiska småbolagsfonder som har gett 4,8%. De svenska småbolagsfonderna har samtidigt stigit marginellt med 1,5%.

På 3 år uppgår avkastningen i Seleqt till 50,3% medan Småbolag Norden-kategorin har gett 18,9% och svenska småbolagsfonder 23,8%.

Bild 2 – Seleqt jämfört med liknande fonder (källa: Morningstar 25-11-30)



Origo Seleqt är mer koncentrerad än traditionella småbolagsfonder och har mer fokus på äkta småbolag. Det innebär samtidigt att fonden kan avvika kraftigt från index, både på uppsidan och nedsidan.

Vi letar generellt efter bolag med en tydlig strategi för lönsamhetsförbättringar, M&A-potential och möjlighet till återköp av egna aktier. En stark ledning och stark balansräkning är viktiga förutsättningar. Under det fjärde kvartalet har fonden investerat i bland annat **MTG**, **Biogaia** och **Alm Brand**. Köpen har finansierats med försäljningar i **Protector** och **Avanza** som vi tycker är fullvärderade på dagens nivåer.

ORIGO QUEST

Avkastningen i Origo Quest uppgick till -1,5% under november, motsvarande 9,6% under 2025 vilket är i linje med fondens årliga avkastning sedan start 2013. Detta uppnått med låg marknadsrisk.

Den långa boken hade negativ avkastning, drivet av bland annat **Vend** och **Rugvista** medan **Eleкта** och **Paradox** bidrog positivt. Den korta boken gav ett positivt bidrag vilket är vad man vill se i en hedgefond när marknaden är svagare. De största bidragsgivarna var **Intellego** (som vi skriver mer om under Bolag i fokus) och **Surgical Science**.

Surgical Science rapporterade under månaden att samarbetsavsikten med sin största kund Intuitive Surgical avbryts och aktien gick ned 60% på dagen. Vi har varit involverade över en lång tid då vi pekat på att redovisningen varit aggressiv med bland annat starkt växande upplupna intäkter.

Bild 3 – Surgical Science kursgraf 1 år



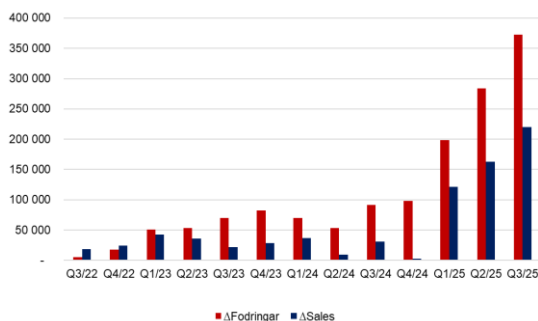
Under november månad har fonden investerat mer i bland annat **Harvia**, **Dynavox** och **Paradox**.

BOLAG I FOKUS: INTELLEGO (KORT POSITION)

Intellego har varit en av de mest omtalade aktierna under hösten 2025 och en av de största vinnarna i Quest. På toppen i september var bolaget värderat till SEK 6,5 miljard och hade precis släppt sin Q2-rapport där de levererade cirka 300% omsättnings-tillväxt.

Balansräkningen visade däremot en annan verklighet. Fordringar växte med 280 miljoner (omsättning med cirka 150m) samtidigt som vi visste att nästan hela kundbasen bestod av distributörer. Det som i efterhand framstår som ren resultatmanipulation uppfattade vi då enbart som aggressiv redovisning med hög risk för så kallad "channel stuffing" – när ett bolag pressar ut produkter till återförsäljare som bygger lager för att tillfälligt blåsa upp intäkterna. I vår interna research gav vi därför redovisningskvaliteten högsta riskbetyg, 5 av 5, där främsta anledningen var just att resultatet framstod som kraftigt framskjutet.

Bild 3 – Tillväxt i fordringar (mörkrött) och tillväxt i försäljning (mörkblått) absoluta tal



Under september framstod bolaget som alltmör pressat och skickade ut det ena positiva pressmeddelandet efter det andra. Det kulminerade den 4 oktober när bolaget annonserade en order på EUR 22m - som snabbt visade sig komma från en väldigt liten distributör från Dresden, Tyskland. Intellego har historiskt fått order från väldigt små distributörer, men aldrig i närheten av den här orderstorleken. Denna händelse höjde vår betygsättning på timing från medelhög till hög, vilket förstärktes ytterligare när bolaget därefter genomförde en emission tillsammans med ett amerikanskt bolag känt för att finansiera pressade företag, bara veckor efter att man kommunicerat planer på aktieåterköp.

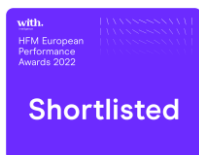
10 november kom sedan Q3 rapporten. Förutom den fortsatt extrema tillväxten i fordringar visade sig Dresden ordern vara 84% av kvartalets omsättning trots att den hade annonserats först i Q4.

Samtidigt i kassaflödesanalysen framgick det att bolaget hade lånat ut pengar till externa motparter - i bästa fall ytterligare ett sätt att finansiera sin egen försäljning, men i värsta fall ett upplägg som närmar sig roundtripping, där ett bolag i praktiken finansierar kundens köp för att kunna redovisa intäkter utan verklig efterfrågan. Förutom en rad andra röda flaggor avgick den nyligen anställda CFO:n i samband med rapporten.

Intellego var vid den här tidpunkten ett av de mest granskade bolagen i Sverige, och när de i Q3 valde att accelerera redovisningen i stället för att ta dra i handbromsen trodde vi det bara var en tidsfråga innan myndigheter vilket de två veckor senare gjorde när VD greps misstänkt för grovt bedrägeri. Det vore en överdrift att säga att vi räknade med att bolaget skulle handelsstoppas och avnoteras, men ibland är man med i svensk nutida finanshistoria.

Slutligen tycker vi att det är tråkigt för alla investerare som ägt Intellego, och att händelsen riskerar att påverka förtroendet för den svenska finansmarknaden negativt.

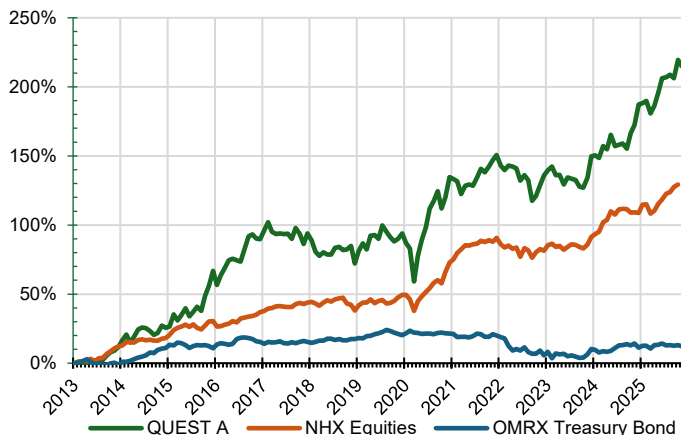
Hälsningar,
Team Origo



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	4,3	-1,4		9,6
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
Dynavox	Tillväxt
Chemometec	Tillväxt
Carasent	Tillväxt
Elekt	Transformation
Biogaia	Tillväxt & Transformation

NAV

Klass	NAV	1 mån	2025
A	266,0	-1,4%	9,6%
B	188,9	-1,4%	9,6%
C	308,6	-1,5%	9,5%
D	126,4	-1,4%	8,6%

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-/säljavgift	Nej
Utdelning	Endast andelsklass B
Valuta	SEK
Fondtyp	Specialfond (AIF)***
Startdatum	31 januari 2013
Hållbarhet	Ja (artikel 8)
Riskklass	4
Bruttoexponering (251128)	183.7%
Nettoexponering (251128)	26.3%

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.

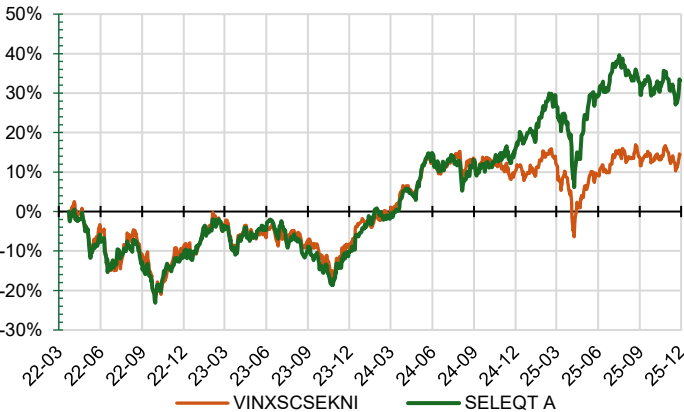
*Uppgifter om avkastning, risk, innehav etc. avser andelsklass A i svenska kronor, efter avgift och utan hänsyn till skatt eller inflation, per den sista bankdagen i månaden, om inget annat anges. Historisk avkastning i andelsklass A och B redovisas med hänsyn till att prestationsbaserat arvode är individuellt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

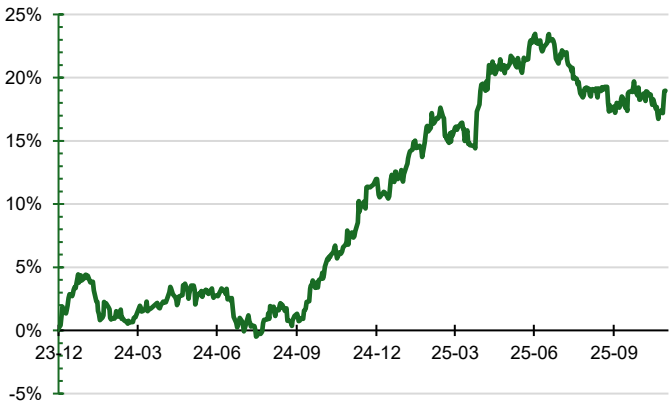
*** ORIGO QUEST är en specialfond enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder vilket innebär att den har ett friare placeringsreglemente än vanliga värdepappersfonder (UCITS). Fonden förvaltas av Origo Fonder AB som har Finansinspektionens tillstånd att förvalta alternativa 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	2,9	-0,4		10,9
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
MTG	Transformation
Harvia	Tillväxt
Kalmar	Tillväxt & Styrning

NAV

Klass	NAV	1 mån	2025
A	133,2	-0,4%	10,9%
C	132,8	-0,4%	10,2%

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.