



MÅNADSRAPPORT SEPTEMBER 2026

Smal uppgång, bortglömd bredd

- Oljeprognoserna: från 50 till 100 USD på ett år
- Konkurrentens återkallelse gör Harvia ännu starkare i Nordamerika
- Bolag i fokus: Kinnevik – morgondagens kassaflöden till gårdagens pris

MSCI World sjönk 1,3 % under september och Stockholmsbörsen backade 1,6 %. Norden som helhet gick sämre och föll 1,7 %. Svenska småbolag tappade i linje med övriga marknader (-1,3%) medan nordiska småbolag, där norsk olja och sjöfart har en extrem högkonjunktur, klarade sig bättre och stängde precis under nollan.

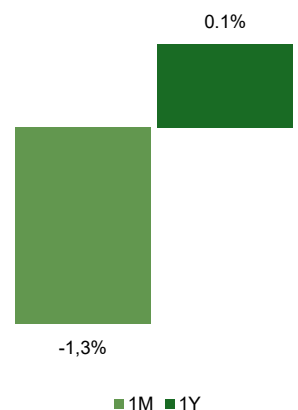
Tudelningen på aktiemarknaden fortsätter. På de flesta marknader står ett fåtal aktier för en stor del av uppgången. I USA är S&P 500 mycket nära all-time-high, samtidigt som fler bolag noterar all-time-low än motsatsen. Ett fåtal bolag inom AI/teknologi, krigsmaterial och olja har drivit på, medan breda sektorer som konsument, hälsovård och fastigheter handlas till rekordlåga värderingar. I Sverige ligger breda index på ny rekordnivå, samtidigt som genomsnittsakten har tappat halva sitt börsvärde från sin toppnivå.

Bild 1 – Avkastning OMXSPI jämfört med likaviktat index



En av förklaringarna är det växande indexförvaltandet. Passiv förvaltning växer i hela världen, inte minst i Norden. Detta har sänkt marknadens priselasticitet, vilket leder till högre volatilitet. När alltmer kapital investeras utan hänsyn till pris förstärks trenderna. Det som stiger köps för att det stiger, och det som faller säljs för att det faller. Med tiden glider aktiekursen och fundamenta isär. Det är precis sådana lägen vi letar efter, och just nu ser vi fler av dem än på mycket länge. Vi kommer inte alltid att få rätt, men förutsättningarna för att få rätt har blivit bättre.

Origo Seleqt



Origo Quest





En annan förklaring är att fundamenta för vissa sektorer har förändrats snabbt och kraftigt. I Norden finns inte särskilt många bolag med exponering mot AI, men desto fler med direkt eller indirekt koppling till världens viktigaste råvara, oljan. Där har bilden vänt helt på bara ett år.

För nästan exakt ett år sedan räknade oljeanalytikerna på EIA (US Energy Information Administration) att oljepriset skulle falla från dåvarande ~68 USD per fat ner mot 50 USD i snitt under 2026. De stora bankerna gick i samma riktning och varnade för ett växande utbudsöverskott och en inbromsning i Kina. Goldman Sachs baissade också hårt och såg ett genomsnittspris på 52 USD för 2026 som basscenario, och 40 USD (!) om ekonomin saktade in mer än väntat.

Facit i år: Brentoljan handlas i skrivande stund till över 100 USD per fat, och snittet för året ligger på dryga 90 USD. Goldman och EIA har nu ändrat sig och spår ett oljepris på 85-91 USD i slutet av 2026. För 2027 räknar EIA med 74 USD som snittpris, medan GS-prognosen är 80 USD. Makroanalysmodeller är ofta sofistikerade och väldigt övertygande, men kan slå väldigt fel när verkligheten ändrar sig. Och hur ofta är verkligheten statisk?

Vi är fundamentala stock-pickers med en långsiktig investeringshorisont. Vi noterar att ett fåtal, nu mycket högt värderade, bolag har gått väldigt starkt, drivna av både indexflöden och omvärldsfaktorer som just nu gynnar dem. Att bedöma hur stor AI-hypen ska bli på börserna eller hur länge USA/Iran-kriget ska pågå, och därmed hur inflation och räntor ska utveckla sig kommande året, är en gissningslek. Att investera i aktier som är extremt kopplade till dessa teman är spekulation och vi på Origo är inte rätt personer att ta den risken. Ju mer vi i stället fokuserar på vår nisch, nordiska värdeskapande små- och medelstora bolag som representerar värde, kvalité och positiv förändring, desto mer sannolikt är det att vi kan fortsätta att skapa ett mervärde över tid.

"There are two kinds of forecasters.

Those who don't know – and those who don't know they don't know"

/John Kenneth Galbraith

ORIGO SELEQT

Origo Seleqt sjönk 1,3% under månaden, medan nordiska småbolagsindex sjönk 0,2% och svenska småbolagsindex tappade 1,3%.

Hanza och **Puulo** bidrog mest positivt, medan **Hemnet** var största förloraren. Det har varit stora avkastningsskillnader mellan länderna, där bland annat norska bolag med koppling till olja och sjöfart har haft ett rekordår, samtidigt som svenska småbolag där industri, fastigheter och konsumtion väger tungt, har pendlat kring noll-strecket. Sedan starten uppgår avkastningen till 30,7%, jämfört med 28,4% för jämförelseindex. Under 2026 har den relativa negativa positionen i norska mindre olje- och sjöfartsrelaterade bolag bidragit negativt när vi jämför fonden mot index. Vi ser störst framtida tillväxt och värde inom hälsa, konsument och industri. Inom supercykliska råvaror och närliggande sektorer tycker vi att riskerna och kvaliteten ger en svag risk/reward.

I juni-brevet skrev vi om vår investering i **Harvia** och konkurrenslandskapet.

Nu i september har Harvias största globala konkurrent Sauna360 (Tylö, Helo, Finnleo m.m.) meddelat att de återkallar cirka 50 000 enheter i Nordamerika, efter rapporter om överhettning, brand, trasiga bänkar och personskador. Vi bedömer att detta skadar Sauna360 både hos slutkund och i distributörsled, och stärker Harvias relativa ställning i Nordamerika, där även den andra stora konkurrenten Huum brottas med kvalitets- och distributionsproblem. Harvia framstår därmed som nästan ensamt kvar som ett trovärdigt kvalitetsalternativ på den nordamerikanska marknaden, vilket är den viktigaste marknaden för bolaget framöver och där man växte 40% i Q2/26. Vi ser att bolagets redan marknadsledande position förstärks ytterligare och förväntar oss fortsatt starkt momentum på den nordamerikanska marknaden framöver.

Vi har ökat exponeringen mot Harvia under månaden.



ORIGO QUEST

Origo Quest hade sin tredje månad i rad med positiv avkastning och steg 0,4%, samtidigt som Stockholmsbörsen föll 1,6%. **Hanza**, **Paxman** och **Asmodee** bidrog mest positivt i långboken, medan **Hemnet** bidrog negativt. I kortboken var **Husqvarna** den största positiva bidragsgivaren. Sedan starten 2013 uppgår Quests avkastning till 166% (motsvarande 7,4% per år). De senaste 24 månaderna har volatiliteten varit 11% och beta 0,0.

Paxman steg ordentligt under september efter en stark Q2-rapport i slutet av augusti. Bolaget är ett medtechbolag som utvecklar och säljer system för skalpkylning, vilket minskar risken för håravfall under cytostatikabehandling, och har nästintill monopol på området. Under månaden blev det dessutom klart att Kalifornien lagstadgar om obligatorisk försäkringstäckning av skalpkylning. Därmed blir Kalifornien den sjätte delstaten i USA med en sådan lag, efter bland andra New York och Connecticut. Vi tror att Paxman befinner sig i början av en resa med både hög tillväxt och tilltagande lönsamhet drivet av den ökade försäkringstäckningsgraden på den amerikanska marknaden.

Under senaste kvartalet har fonden bland annat ökat exponeringen i **Octave** och investerat i två nya industribolag. Vi tog samtidigt hem vinsten i **Xvivo** i samband med nyheten om godkännandet i Europa för hjärtransplantation för en och en halv månad sedan.

BOLAG I FOKUS

Kinnevik

"Morgondagens kassaflöden till gårdagens pris" är en rubrik som vi tycker passar småbolagen i allmänhet just nu och Kinnevik i synnerhet.

Kinnevik byggdes under Jan Stenbecks tid till ett av Sveriges mest framgångsrika investmentbolag, med innehav som **Tele2**, **Millicom**, **MTG** och senare **Zalando**. Det var kassaflödesstarka, ofta reglerade verksamheter där Kinnevik var en aktiv huvudägare.

Under Georgi Ganev (vd 2018–2026) och den tidigare Baillie Gifford-profilen James Anderson (ordförande 2021–2025) gjordes bolaget om i grunden. MTG, Millicom och Zalando delades ut, Tele2 såldes, och kapitalet omplacerades i ett trettiotal onoterade tillväxtbolag inom digital hälsa, mjukvara och climate tech. Som grupp har dessa bolag fortfarande negativa marginaler. Resultatet blev ett börsfiasko. Aktien har fallit närmare 80 procent på fem år, och climate tech-satsningen, med Stegra som tydligaste exempel, har kostat miljarder i nedskrivningar.

I maj 2025 återvände Cristina Stenbeck som ordförande, och Ganev lämnade i mars 2026. Därefter städade tf. vd Rubin Ritter upp: climate tech avvecklades som fokusområde, mindre innehav som Oda/Mathem och YouScan såldes och administrationskostnaderna kapades med 200 Mkr per år. Den 1 augusti tillträdde Investors tidigare finansdirektör Helena Saxon som vd. Styrelsen har uttalat att målet är en mer koncentrerad och kassaflödesgenererande portfölj med en mer balanserad riskprofil. Kort sagt en återgång till det Kinnevik en gång var bra på.

När vi analyserar tillgångarna ser vi att man redan har kommit en bra bit på vägen. Portföljen är relativt koncentrerad och består av onoterade tillväxtbolag som redan har bevisat att de kan växa och håller nu på att bevisa att de också kan tjäna pengar.

Per 30 juni var substansvärdet 29,6 Mdkr, eller 107 kr per aktie. Av det var 7,4 Mdkr nettokassa, vilket motsvarar cirka 27 kr per aktie eller en fjärdedel av substansen. Största innehavet är Spring Health (4,9 Mdkr, 16 procent av substansen), en amerikansk plattform för psykisk hälsa. Efter förvärvet av Alma väntas bolaget nå en årstakt omkring 1 mdr USD i intäkter med positivt EBITDA. Därefter följer reseplattformen Perk (f.d. TravelPerk, 2,5 Mdkr), hotellmjukvarubolaget Mews (2,0 Mdkr), Betterment och Enveda (1,5 Mdkr vardera), Cityblock (1,2 Mdkr) och Pleo (1,0 Mdkr).

De större portföljbolagen ökade omsättningen med 28 procent under första halvåret och förbättrade EBITDA-marginalen med 4 procentenheter.

De två största innehaven (Spring Health och Perk) står tillsammans för en fjärdedel av substansvärdet. Båda bolagen är plattformsvinnare i stora, fragmenterade marknader. De har gått från att köpa kunder till att bli konsolidatorer och passerar inom kort lönsamhetströskeln. Det gör dem till naturliga noteringskandidater under 2027–2028.

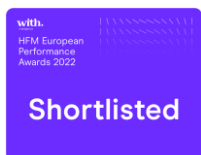
Med en aktiekurs runt 60 kr handlas Kinnevik med cirka 40 procents rabatt mot substansvärdet. Justerat för kassan värderar marknaden den onoterade portföljen till under hälften av bokfört värde. Vi menar att rabatten i första hand speglar bristande förtroende för värderingarna, kapitalallokeringen och ledningen, snarare än portföljens faktiska kvalitet. Det är just där förändringen nu sker. Bolaget har en ny ledning med Investorbakgrund, en huvudägare som tagit tillbaka initiativet, kraftigt sänkta kostnader och en kassa som ger stor handlingsfrihet.

Katalysatorer framåt är Saxons strategibesked, fortsatt portföljrensning och exits eller noteringar bland kärninnehaven. Riskerna är verkliga: fler nedskrivningar, dollarexponering (drygt hälften av portföljen är amerikansk), överhäng från Baillie Giffords försäljningar och en omställning som kan ta tid. Enligt vår bedömning är de dock mer än väl inprisade. Vi investerade i Kinnevik under våren, har successivt ökat positionen och ser fortsatt betydande värdepotential.

Bild 2 – Kinnevik kursgraf 10 år



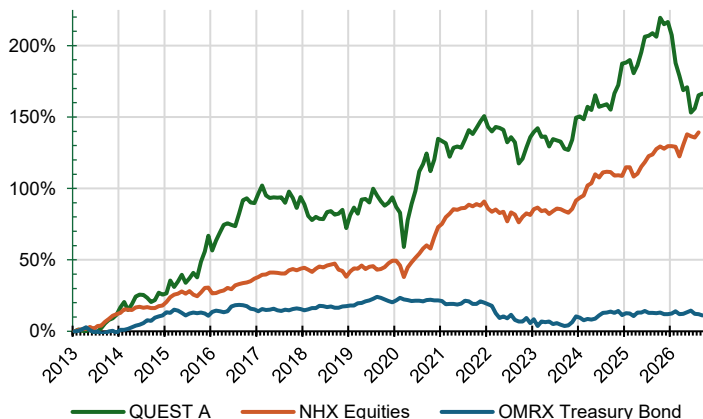
Hälsningar,
Team Origo



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
2026	-2,9	-6,3	-3,1	-3,7	0,8	-6,5	1,1	3,6	0,4				-15,8
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	Värddrivare
Carasent	Tillväxt
FLSmidth	Styrning
Dynavox	Tillväxt
Avarda Bank	Styrning
Freetrailer	Tillväxt

NAV

Klass	NAV	1 mån	2026
A	224,4	0,4%	-15,8%
B	153,7	0,4%	-15,8%
C	260,9	0,4%	-15,9%
D	107,2	0,4%	-15,7%

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	3
Bruttoexponering (260930)	178,5%
Nettoexponering (260930)	20,6%

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 avkastningsgrafen.

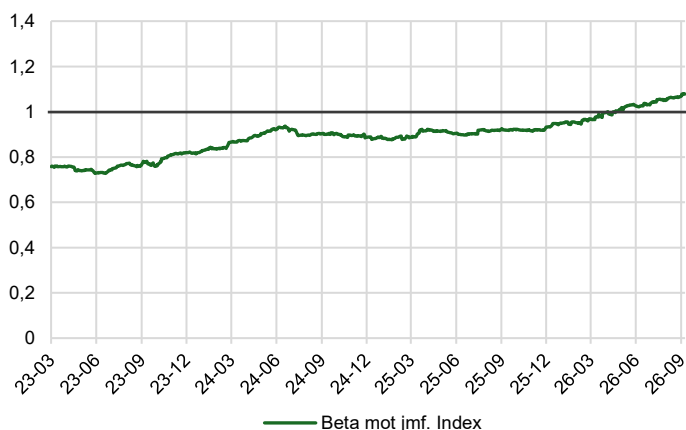
*** ORIGO QUEST är en specialfond enligt lagen (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder vilket innebär att den har ett friare placeringsreglemente än vanliga värdepappersfonder (UCITS). Fonden förvaltas av Origo Fonder AB som har Finansinspektionens tillstånd att förvalta alternativa 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	-1,1	-4,8	3,5	5,1	-4,7	1,0	4,6	-1,3				-2,2
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	Värddrivare
MTG	Transformation
Puulo	Tillväxt
Hanza	Tillväxt & Styrning
BioGaia	Tillväxt & Transformation
Kalmar	Styrning

NAV

Klass	NAV	1 mån	2026
A	130,7	-1,3%	-2,2%
C	129,6	-1,3%	-2,7%

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-/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 SELEQT 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.

** ORIGO SELEQT 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.