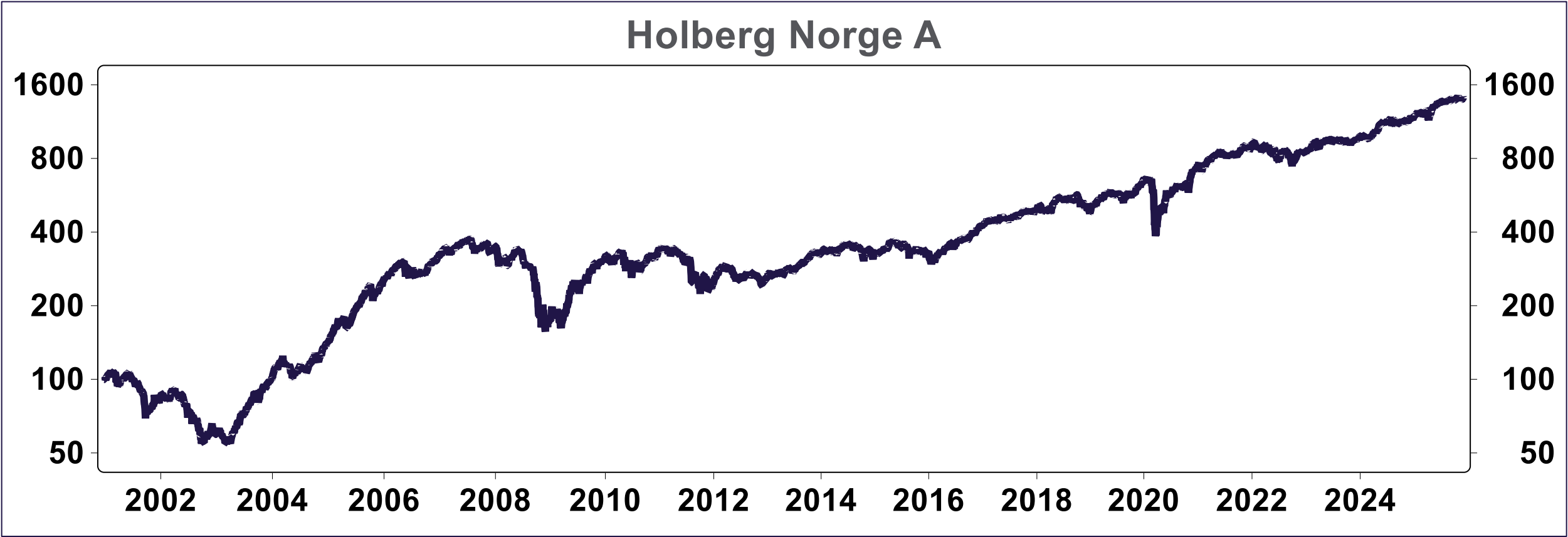


Månedsrapport
Holberg Norge
November 2025



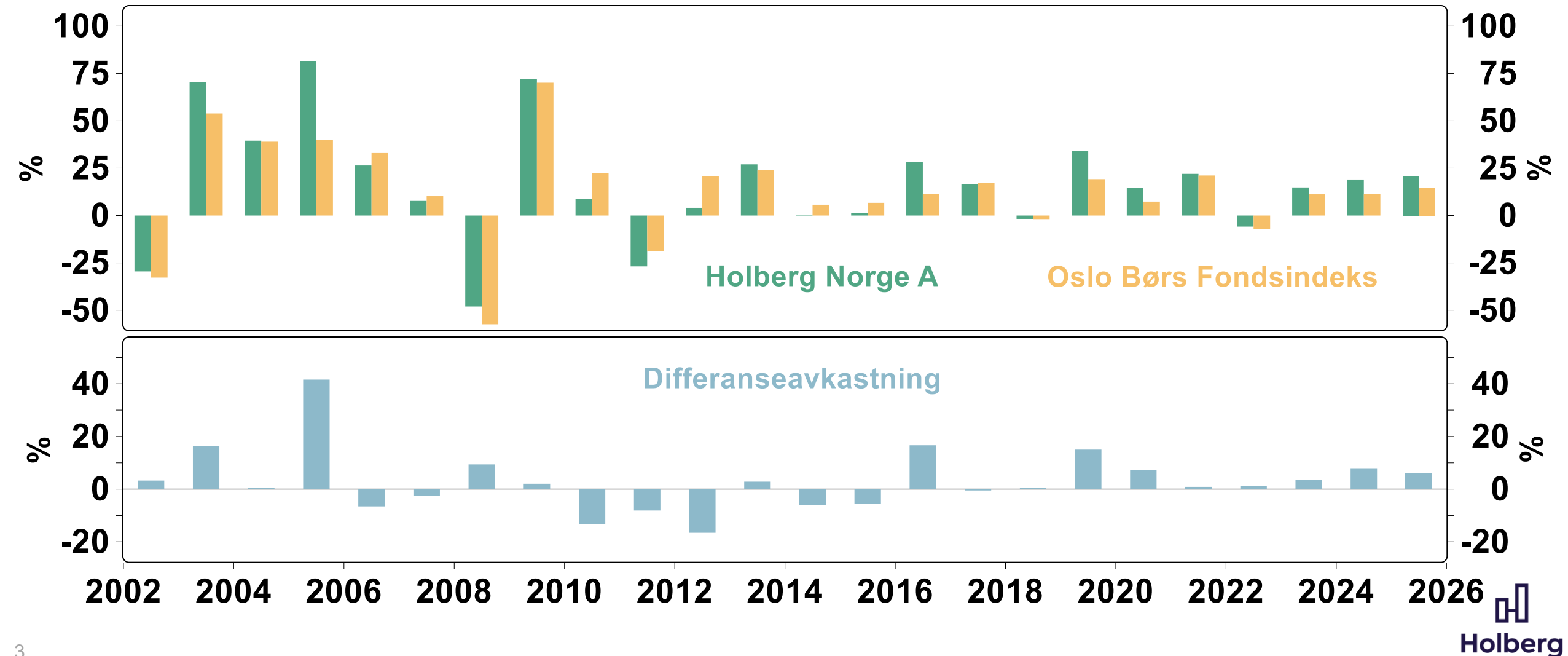
Kursutvikling siden oppstart og nøkkeltall



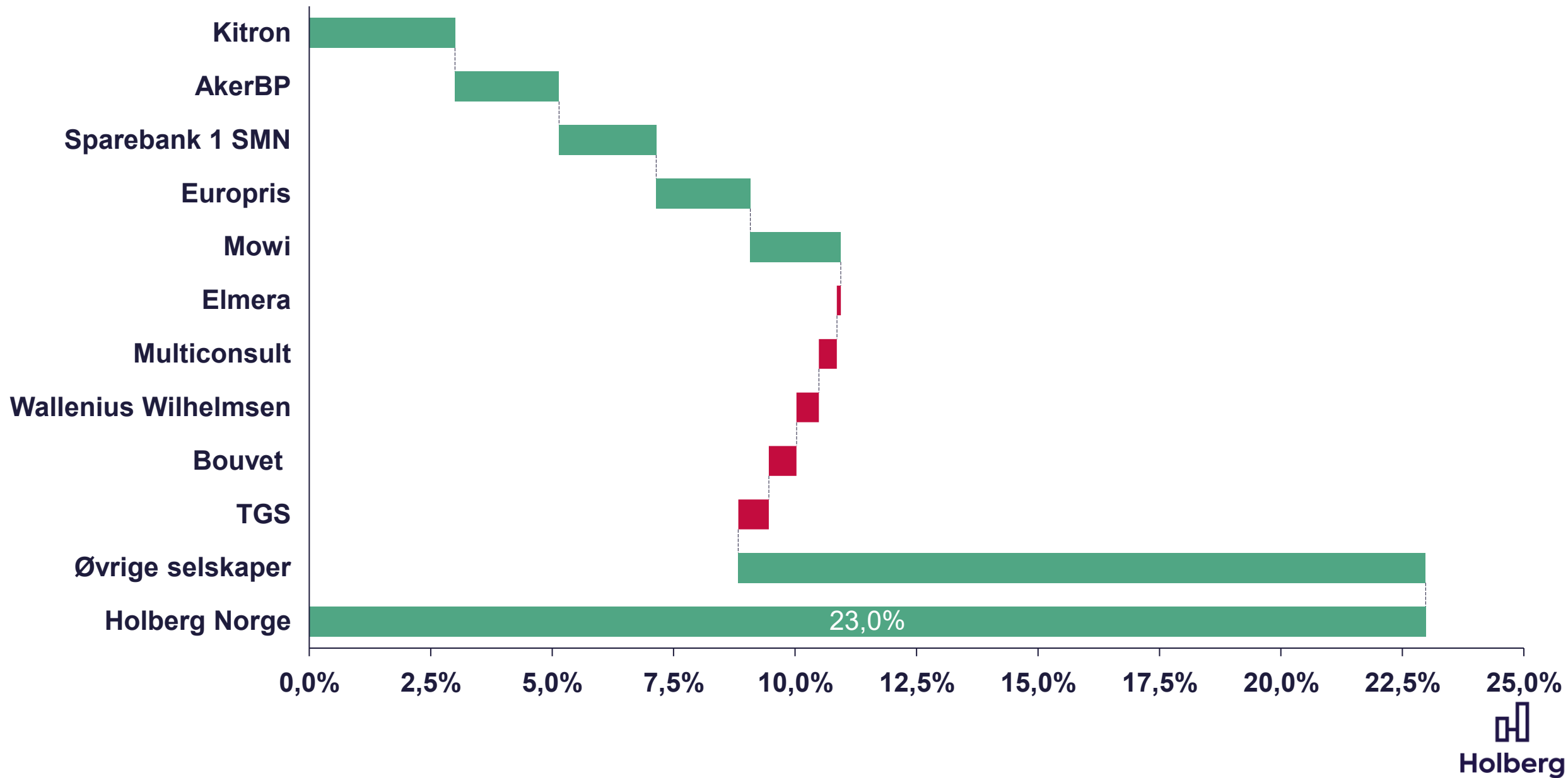
Holberg Norge	November	2025	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siste 20 år	Siden oppstart
Avkastning (%)	0.9 %	20.7 %	18.7 %	15.0 %	15.6 %	9.4 %	11.2 %
Avkastning referanseindeks	-0.3 %	14.6 %	11.7 %	10.9 %	9.8 %	8.3 %	8.6 %
Volatilitet			8.2 %	12.7 %	16.1 %	17.8 %	19.5 %
Relativ volatilitet (tracking error)			5.4 %	6.3 %	6.9 %	7.6 %	7.7 %
Information ratio			1.3	0.7	0.8	0.1	0.3
Aktiv andel	70%						

Historisk avkastning

Holberg Norge A avkastning vs. referanseindeks



Største bidragsytere siste 12 mnd.



Nytt selskap i porteføljen

Sparebanken 1 Sør-Norge er en av landets største sparebanker og et resultat av fusjonen mellom Sparebank 1 SR-Bank og Sparebank 1 Sørøst-Norge den 1. oktober 2024. Bankene er aksjebanker og ikke egenkapitalbevisbanker. Deres kjerneområde strekker seg fra Bergen til Oslo, med hovedkontor i Stavanger. Syv eierstiftelser eier rundt 45 % av banken. Inge Reinertsen er administrerende direktør. Sparebank 1 Sør-Norge eier 19,5 % av Sparebank 1 Gruppen AS, morselskapet til blant annet Sparebank 1 Forsikring og Fremtind. Banken er også betydelig eier i blant annet BN Bank, SB1 Markets og Eiendomsmegler 1 Norge. Samlet balanse var på over 500 milliarder NOK ved utgangen av september 2025. Ca. 1/3 av et utlånsvolum på 415 milliarder NOK var til bedriftskunder og 2/3 til privatkunder.

Høy kapitalavkastning. Historisk har veldrevne sparebanker oppnådd god avkastning på egenkapitalen over tid. Både SR Bank og Sparebanken Sørøst-Norge har en god historikk. Ambisjonen er en egenkapitalavkastning på over 14 %, sammenlignet med rundt 13 % rapportert siden bankene fusjonerte. Banken har identifisert en rekke tiltak for å ta ut synergier, hvilket bør bidra til å oppnå målet.

Vekstutsikter. Utlån mot privatkunder økte med 6 % siste 12 måneder, men var minus 2 % mot bedriftsmarkedet. Samlet steg utlånene med 4 %. Vesentlig for fremtidig vekst i resultat er utviklingen i tilknyttede selskaper, samt at banken realiserer målsetningene om å drifte den fusjonerte banken mer effektivt enn ved fusjonstidspunktet.

Ledelsestillit/eierfokus. Bankens administrerende direktør, fra september 2024, ble ansatt i SR-Bank i 2001 og kjenner banken særdeles godt. Styreleder Finn Haugan har også lang erfaring fra bankdrift.

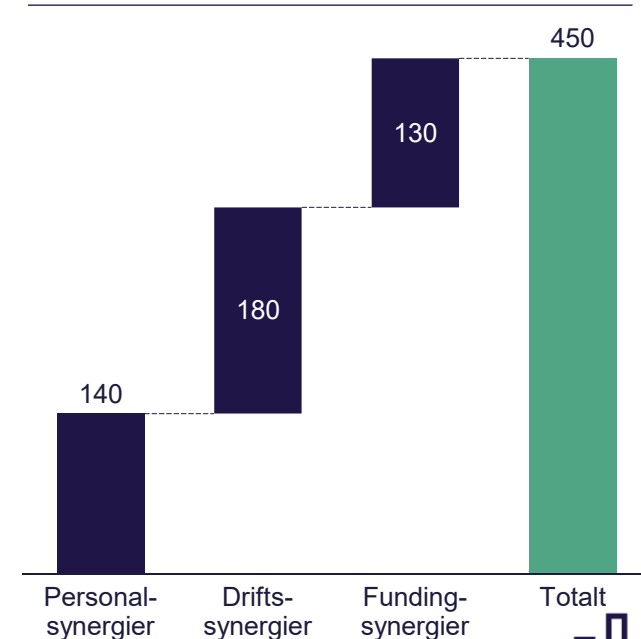
Bærekraft. Banken skal bidra til omstilling av næringslivet til en mer bærekraftig fremtid. Sparebankene har tradisjonelt også vist et stort samfunnsengasjement i sine lokale markeder.

Regnværbeskyttelse: Banken tilfredsstiller alle offentlige krav til kapitaldekning med god margin. Som før er det viktigste momentet i forhold til nedsidebeskyttelse en solid kredittvurdering i forbindelse med utlån. Banken har i tillegg betydelig eksponering fra annen virksomhet utover utlånsvirksomhet.

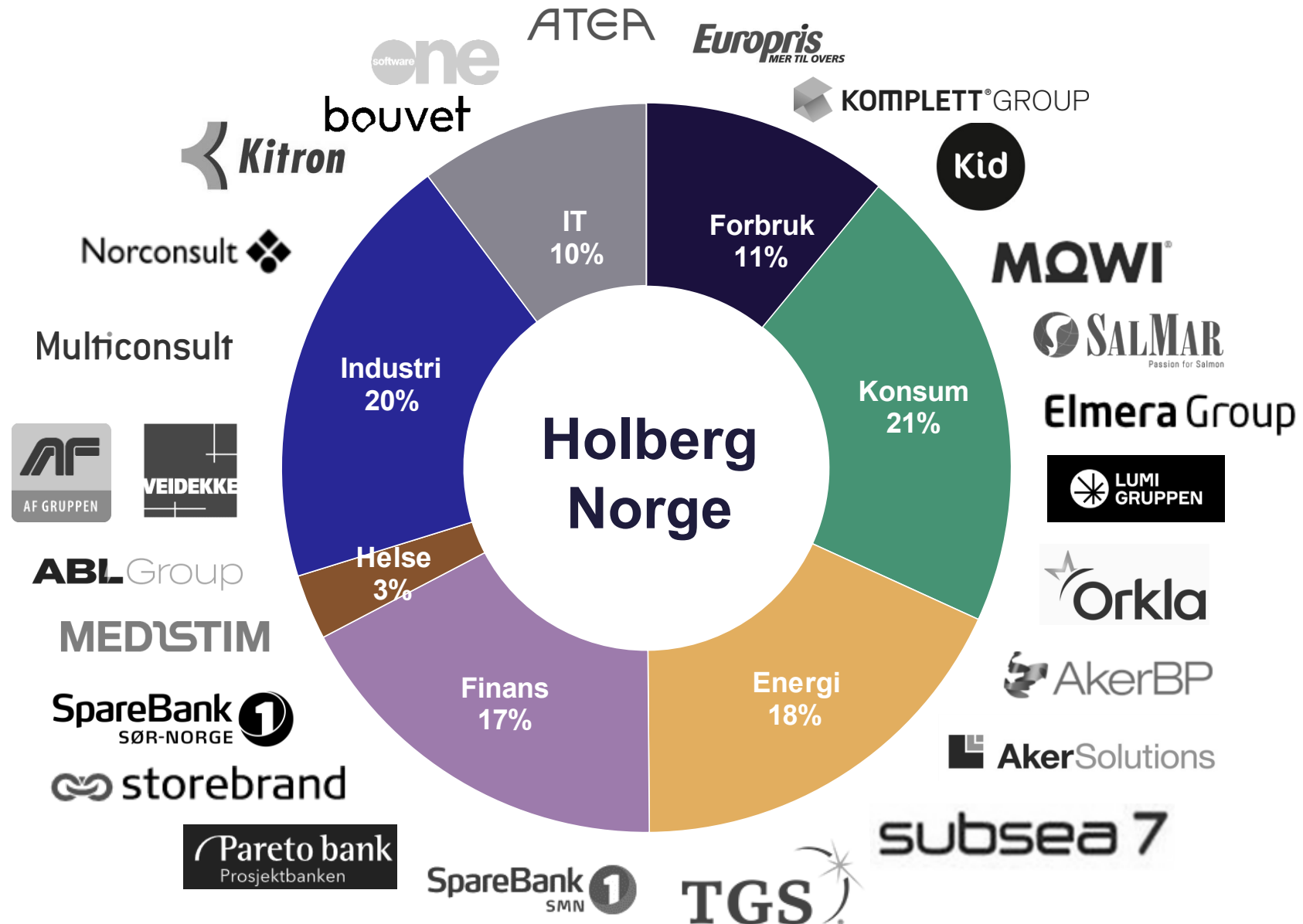
Prising. Banken handles til 10-11x estimert inntjening og ca. 1,3x bokverdier for 2026. Utbytte ventes til i underkant av 6 % og de har som mål å kjøpe tilbake ca. 2 % av utestående aksjer i løpet av det neste året. Utbytteambisjonen er nå løftet til minst 50% av nettoresultat. Samlet fremstår banken som fornuftig priset gitt ambisjonene om en mer effektiv drift i den fusjonerte banken.

Høy kapitalavkastning	✓
Overbevisende vekstutsikter	✓
Ledelsestillit	✓
Bærekraft	✓
Eierfokus	✓
Regnværbeskyttelse	✓
Grådig billig	✓

Forventede synergier (NOKm)

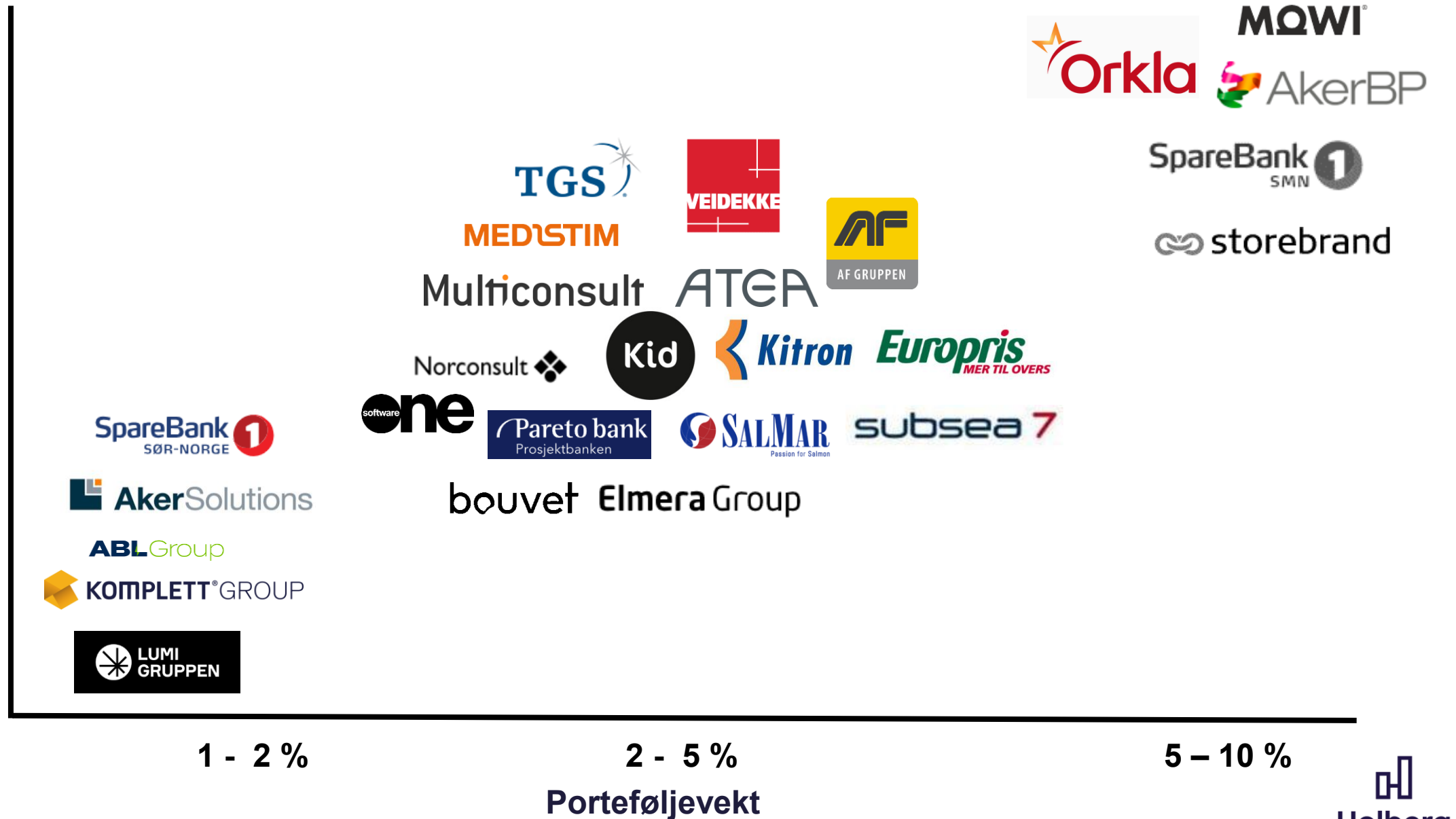


Porteføljesammensetning



Porteføljesammensetning

- Verdsettelse
- Stabilitet i inntjening
- Likviditet



10 største investeringer (1-5)

Selskap	Vekt	Kommentarer
 AkerBP	9,1%	Aker BP er et olje- & gass selskap med operasjoner på norsk sokkel. Produserer rundt 450 000 fat på norsk sokkel. Med dagens oljepris vil selskapet få betydelig fri kontantstrøm de kommende årene, som skal brukes til videre vekst og utbytte. Investeringsgrunnlag: Oljefelt med lav produksjonskostnad. Høy fri kontantstrøm. Gode vekstutsikter.
 MOWI®	8,5%	Mowi ble etablert i 1964 og har gjennom en rekke oppkjøp blitt verdens største lakseoppdretter med slaktevolum. Vertikalintegreert gjennom verdikjeden og har lokaliteter i Norge, Scotland, Chile, Canada, Irland og Færøyene. Investeringsgrunnlag: Sterk markedsposisjon, gode vekstutsikter, attraktivt priset.
 Orkla	7,8%	Orkla er Norges ledende konsumselskap og produsent av sterke merkevarer som blant annet Stabburet, Toro, KiMs og Zalo. I tillegg eier Orkla 42,6% av malingsprodusenten Jotun. Investeringsgrunnlag: Stabil kontantstrøm. Sterk markedsposisjon. Fortsatt rasjonaliseringspotensial.
 SpareBank 1 SMN	6,8%	Sparebanken 1 SMN er en regional, selvstendig sparebank med hovedkontor i Trondheim. Banken er ledende i Trøndelag. Banken er en av de største i Sparebank 1 Gruppen. Investeringsgrunnlag: Gode vekstutsikter, høy kapitalavkastning over tid, attraktivt priset.
 storebrand	5,6%	Storebrand tilbyr en produkter og tjenester innen liv og pensjon, kapitalforvaltning, skadeforsikring og bank. De har om lag 40.000 bedriftskunder, 1.8 millioner privatkunder og forvalter rundt 1 100 milliarder kroner. Investeringsgrunnlag: Potensiale for høyere kapitalavkastning. Lavt priset, høy utbytteavkastning og gode vekstutsikter.

10 største investeringer (6-10)

Selskap	Vekt	Kommentarer
	4,6 %	Subsea 7 er dannet ved at norske DSND fusjonerte med amerikanske Halliburton i 2002 og videre med norske Acergy i 2011. Selskapet er en global ledende aktør innenfor offshore installasjon, rørlegging og strekking av kabler, både til konvensjonell oljeindustri og mot fornybar energi. Subsea 7 har besluttet å fusjonere med italienske Saipem. Investeringsgrunnlag: Sterk markedsposisjon, dyktig ledelse, attraktivt priset.
	4,6 %	Atea er ledende leverandør av IT tjenester til privat og offentlig sektor i Norden og i de baltiske landene. Maskinvare utgjør rundt 55% av omsetningen, programvare 25% og service resterende. Omtrent 40% av salget er i Sverige, mens Norge og Danmark er omtrent like store med ca 25%. Markedet er fragmentert og åpent for videre konsolidering. Investeringsgrunnlag: Sterk markedsposisjon. Stabile resultater. Attraktivt priset.
	4,3 %	Europris ble etablert i 1992 og børsnotert i 2015. Opererer per i dag bare i Norge og har så langt levert høy vekst, stabile marginer og har høy rentabilitet på sine investeringer i nye butikker. Sentrale personer i ledelsen er betydelige aksjonærer. Kapitallett modell gir mulighet for både vekst og utbytte. Investeringsgrunnlag: Høy kapitalavkastning, overbevisende vekstutsikter, attraktiv verdsettelse.
	4,3 %	Veidekke ble stiftet i 1936 og har vært børsnotert siden 1986. Hovedaktiviteten er bygg og anlegg i Norge, Sverige og Danmark. Over halvparten av de ansatte eier aksjer i selskapet. Veidekke har over lang tid vist god lønnsomhet. Investeringsgrunnlag: Høy kapitalavkastning. Attraktivt priset. Vekstutsikter.
	3,9 %	Kitron er en ledende skandinavisk produsent av elektronikkomponenter til industrielt bruk. Etablert i 1962 og børsnotert siden 1997. Opererer i hele verdikjeden fra design/innovasjon, produksjon og logistikk/distribusjon til kunder. Diversifisert kundemasse innen industri, energi, telekom, forsvar og offshore/marine. Investeringsgrunnlag: Høy kapitalavkastning. Overbevisende vekstutsikter. Attraktivt priset.



Nøkkeltall for fondets største investeringer

Selskap	Portefølje- vekt	P/E 2025E	P/E 2026E	P/B	ROE 2025E	Utbytte 2025E	FCF avk. siste år
1 Aker BP ASA	9.1 %	13.2	12.1	1.3	6%	10.4 %	7%
2 Mowi ASA	8.5 %	20.1	12.1	2.7	10%	2.9 %	4%
3 Orkla ASA	7.9 %	16.6	15.7	2.3	13%	3.9 %	7%
4 SpareBank 1 SMN	6.8 %	10.2	10.6	1.4	14%	6.6 %	
5 Storebrand ASA	5.6 %	14.7	13.7	2.1	14%	3.4 %	
6 Subsea 7 SA	4.6 %	12.8	9.9	1.3	10%	6.0 %	10%
7 Atea ASA	4.6 %	18.7	14.6	4.0	20%	5.1 %	10%
8 Europris ASA	4.3 %	17.5	14.7	3.9	20%	3.9 %	9%
9 Veidekke ASA	4.2 %	16.5	15.2	7.5	41%	5.8 %	7%
10 Kitron ASA	3.9 %	24.2	16.5	4.6	20%	1.6 %	3%
11 Salmar ASA	3.9 %	44.6	16.2	4.6	8%	3.0 %	2%
12 AF Gruppen ASA	3.8 %	16.6	15.5	3.8	39%	5.2 %	10%
13 Norconsult Norge AS	3.5 %	19.2	16.6	4.8	25%	3.9 %	10%
14 Pareto Bank ASA	3.1 %	9.9	10.4	1.3	13%	6.7 %	
15 Softwareone Holding AG	3.0 %	17.3	12.3	2.1	11%	3.1 %	-3%
16 Medistim ASA	2.9 %	31.4	27.8	11.2	33%	2.6 %	3%
17 Kid ASA	2.8 %	19.4	12.9	4.2	18%	5.0 %	10%
18 Multiconsult ASA	2.8 %	14.5	12.0	4.1	24%	5.3 %	11%
19 Bouvet ASA	2.4 %	16.9	16.0	15.9	86%	6.1 %	13%
20 TGS ASA	2.2 %	44.8	13.6	0.8	4%	7.1 %	9%
Holberg Norge	100%	15.6	13.1	2.2	14.4 %	5.1 %	7.2 %

Kilde: Bloomberg (konsensus).

Avkastning for våre aksjefond

	November	2025	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siste 20 år	Siden oppstart	
Holberg Norge A								
Avkastning fond	0.9 %	20.7 %	18.7 %	15.0 %	15.6 %	9.4 %	11.2 %	Oppstart: Desember 2000
Avkastning referanseindeks	-0.3 %	14.6 %	11.7 %	10.9 %	9.8 %	8.3 %	8.6 %	
Differanseavkastning	1.2 %	6.1 %	7.0 %	4.2 %	5.8 %	1.1 %	2.6 %	
Aktiv andel	70%							
Holberg Norden A								
Avkastning fond	2.3 %	14.3 %	14.2 %	11.7 %	11.2 %	9.8 %	9.5 %	Oppstart: November 2000
Avkastning referanseindeks	1.2 %	8.8 %	12.2 %	9.1 %	10.0 %	10.2 %	9.1 %	
Differanseavkastning	1.1 %	5.5 %	2.0 %	2.6 %	1.3 %	-0.3 %	0.5 %	
Aktiv andel	81%							
Holberg Global A								
Avkastning fond	0.0 %	-1.9 %	18.5 %	12.1 %	12.6 %		10.7 %	Oppstart: August 2006
Avkastning referanseindeks	0.2 %	7.0 %	19.7 %	15.9 %	13.6 %		11.2 %	
Differanseavkastning	-0.3 %	-8.8 %	-1.2 %	-3.8 %	-1.1 %		-0.6 %	
Aktiv andel	79%							
Holberg Vekstmarkeder A								
Avkastning fond	-2.1 %	8.0 %	12.6 %	1.4 %	3.4 %		4.5 %	Oppstart: November 2010
Avkastning referanseindeks	-2.4 %	15.5 %	15.3 %	7.9 %	9.5 %		7.6 %	
Differanseavkastning	0.3 %	-7.4 %	-2.7 %	-6.5 %	-6.1 %		-3.1 %	
Aktiv andel	85%							
Holberg Triton A								
Avkastning fond	0.9 %	1.6 %	9.4 %	6.5 %	7.2 %		7.2 %	Oppstart: Februar 2015
Holberg Global Valutasikret								
Avkastning fond	-0.1 %	6.9 %	16.9 %	9.2 %			9.9 %	Oppstart: Desember 2019

Alle avkastningstall er fratrasket forvaltningskostnader. For informasjon om øvrige andelsklasser, se: <https://www.holberg.no/nokkelinformasjon-og-priser>. Avkastningstall utover ett år er vist som årlig gjennomsnittlig geometrisk avkastning.

Nøkkeltall for våre aksjefond

	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siste 20 år	Siden oppstart
Volatilitet					
Holberg Global	13.7 %	13.4 %	12.9 %		13.6 %
Holberg Vekstmarkeder	13.4 %	15.8 %	14.8 %		14.6 %
Holberg Triton	8.6 %	10.4 %	7.2 %		10.5 %
Holberg Norden	11.8 %	13.3 %	15.3 %	17.1 %	18.9 %
Holberg Norge	8.2 %	12.7 %	16.1 %	17.8 %	19.5 %
Relativ volatilitet (tracking error)					
Holberg Global	3.8 %	5.0 %	5.0 %		5.7 %
Holberg Vekstmarkeder	8.1 %	8.9 %	8.8 %		8.7 %
Holberg Triton					
Holberg Norden	5.3 %	5.8 %	8.3 %	7.5 %	7.8 %
Holberg Norge	5.4 %	6.3 %	6.9 %	7.6 %	7.7 %
Information ratio					
Holberg Global	-0.3	-0.8	-0.2		-0.1
Holberg Vekstmarkeder	-0.3	-0.7	-0.7		-0.4
Holberg Triton					
Holberg Norden	0.4	0.5	0.2	0.0	0.1
Holberg Norge	1.3	0.7	0.8	0.1	0.3



Vårt forvalterteam



Harald
Jeremiassen



Jann
Molnes



Julie
Vossgård



Thomas
Scheele Berg

Holberg Global

Holberg Vekstmarkeder

Holberg Triton



Jørgen
Müller



Robert
Lie Olsen



Leif Anders
Frønningen

Holberg Norden

Holberg Norge



Ole-Andreas
Grendstadbakk



Andrea Moen
Mjåtveit



Tormod
Vågenes

Holberg Kreditt

Holberg Kreditt Fokus

Holberg Likviditet

Holberg Obligasjon Norden

Holberg OMF

INTERNS



Carl Erik
Landsvik



Christian
Thorpe



Ludwig
Skogly



Investeringsfilosofi aksjefond

➤ Aktive forvaltere

Vi er **aktive forvaltere** med en målsetting om å skape høyest mulig risikojustert avkastning over tid i forhold til det enkelte fonds investeringsunivers. Vi er **indeksuavhengige** i sammensetningen av våre porteføljer. Vi har **konsentrerte porteføljer** der hvert selskaps porteføljevekt er meningsfull og disiplinierende. Risiko søkes redusert gjennom selskapsmessig, sektormessig og geografisk diversifisering.

➤ Langsiktighet

Vi har en langsiktig tilnærming til våre investeringer ut i fra bevisstheten om at verdiskapningen i bedriftene skjer over flere år. Vi er skeptisk til prognostisering av makroøkonomisk utvikling og aksjemarkedets kortsiktige bevegelser.

➤ Selskapsfokus og bærekraft

Vårt fokus er primært rettet mot selskaper gjennom egne analysemodeller, bedriftsbesøk og krysspeiling. Vi søker å investere i selskaper med fokus på langsiktig verdiskapning tuftet på en bærekraftig forretningsmodell.

Jakten på det gode selskap

Våre jaktregler

Høy kapitalavkastning

Overbevisende vekstutsikter

Ledelsestillit

Bærekraft

Eierfokus

Regnværsbeskyttelse

Grådig billig



Bærekraft

ESG

Jaktregler

Høy kapitalavkastning
Overbevisende vekstutsikter
Ledelsestillit
Bærekraft
Eierfokus
Regnværsbeskyttelse
Grådig billig

Artikkel
8

Fondet fremmer miljømessige
og/eller sosiale formål



Konsentrerte porteføljer
Aktivt eierskap
Eksklusjon

Bærekraft er integrert i vår investeringsprosess

Alle våre fond er klassifisert som «Artikkel 8»-fond

Vår egen bærekraftsmodell - Tellus

Forbehold

De fleste grafene i våre analyser og rapporter er utarbeidet i Macrobond og baserer seg ellers på kilder som vurderes som pålitelige. **Holberg** garanterer ikke at informasjonen er presis eller fullstendig.

Uttalelser reflekterer **Holberg** sin oppfatning på det tidspunkt dokumentet ble utarbeidet, og **Holberg** forbeholder seg retten til å endre oppfatning uten varsel.

Dokumentet skal ikke forstås som et tilbud eller anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. **Holberg** påtar seg intet ansvar for verken direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes forståelsen av og/eller bruken av dette materialet.

Ansatte i **Holberg** kan eie verdipapirer i selskaper som er omtalt, og kan kjøpe eller selge slike verdipapirer.

Mangfoldiggjørelse av innhold i dokumentet skal skje med tydelig kildehenvisning til **Holberg**.

Historisk avkastning i våre fond er ingen garanti for framtidig avkastning.

Fremtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, våre forvalteres dyktighet, fondenes risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning.

Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.

