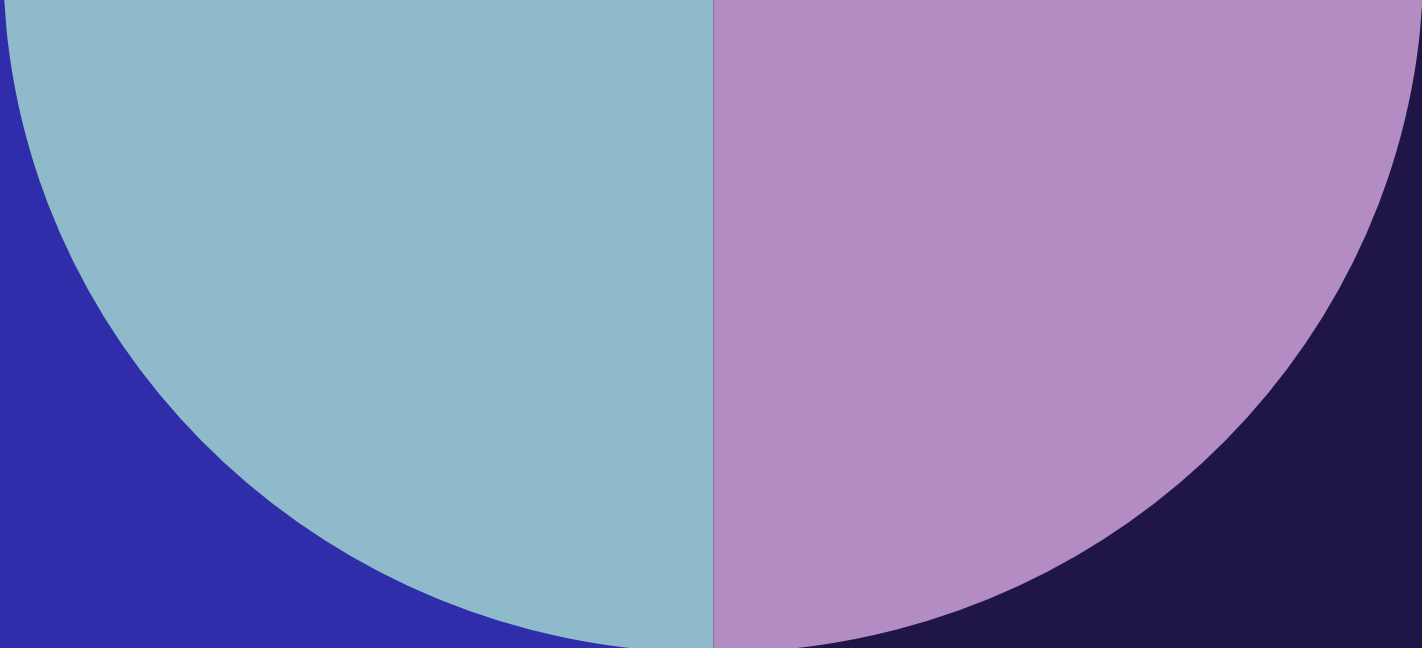




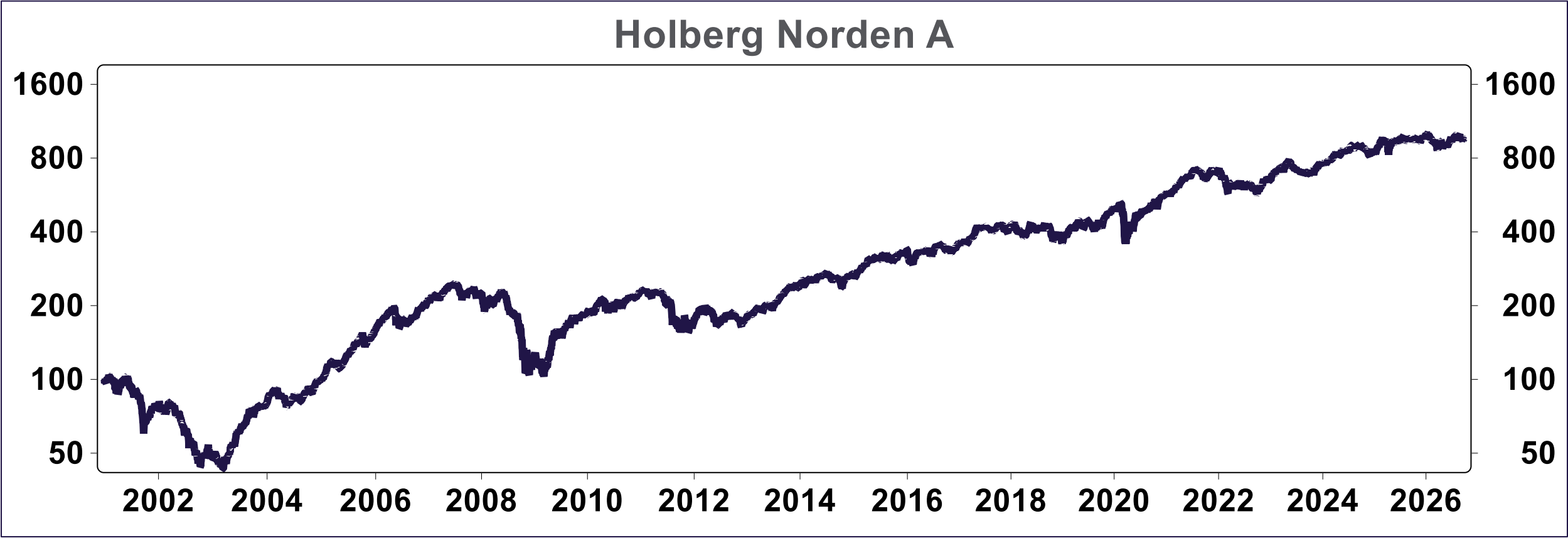
Månedsrapport

Holberg Norden

September 2026



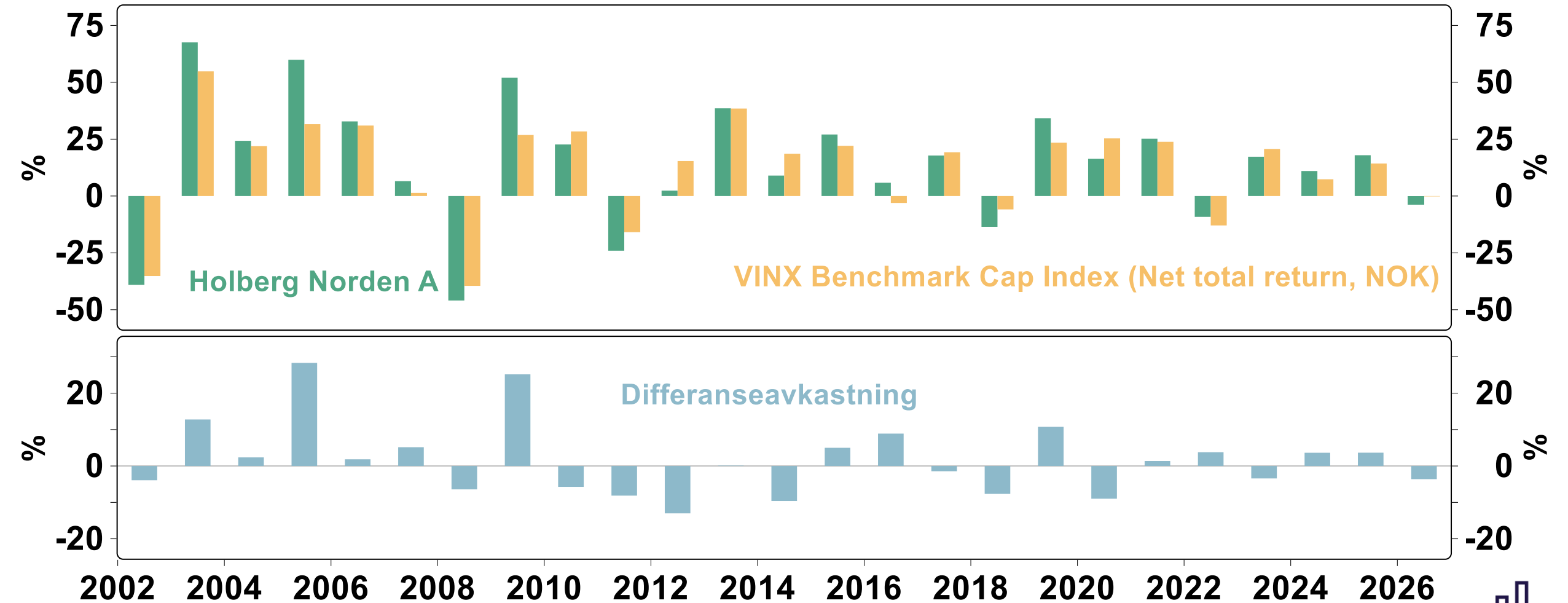
Kursutvikling siden oppstart og nøkkeltall



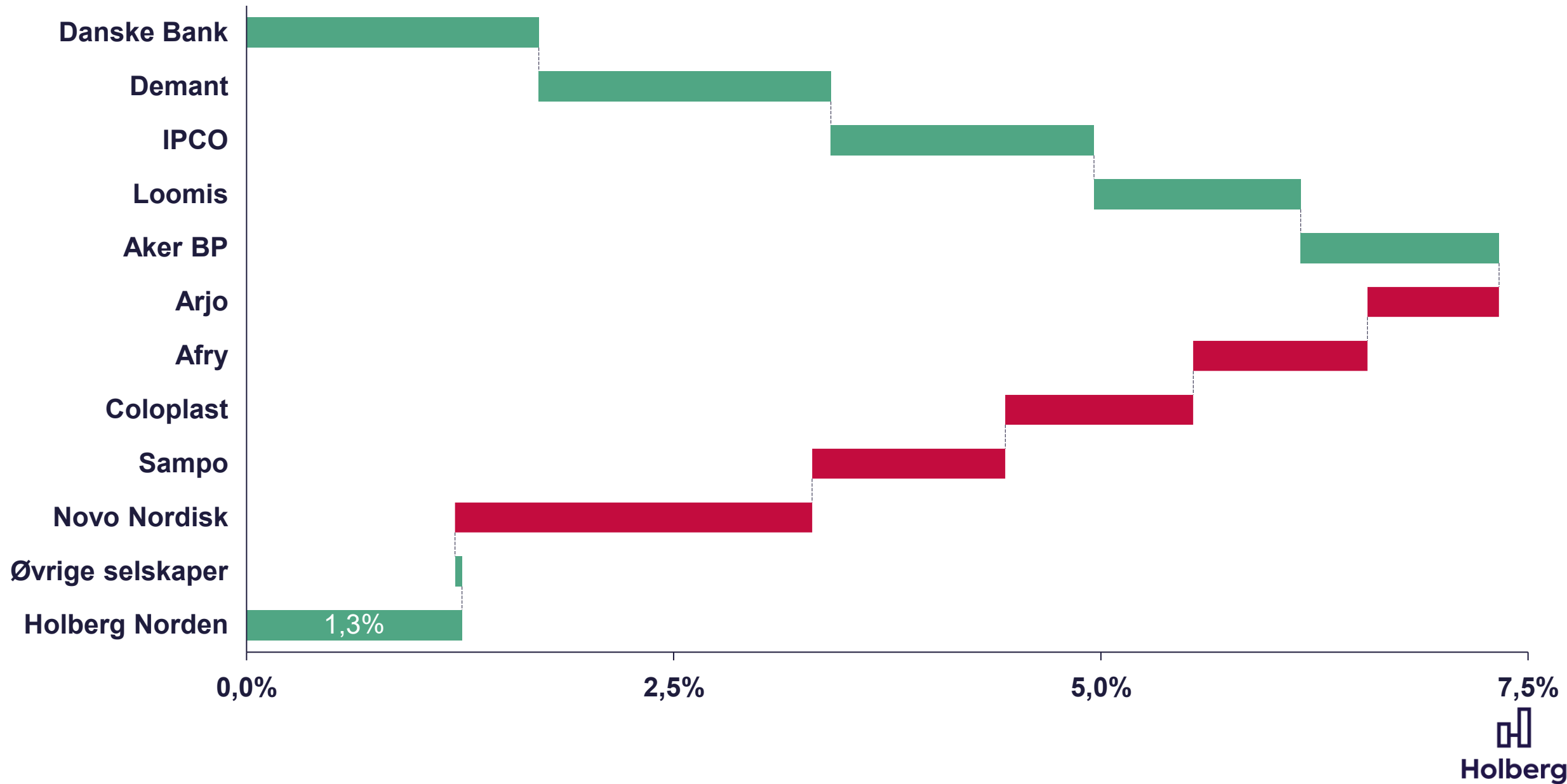
Holberg Norden	September	2026	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siste 20 år	Siden oppstart
Avkastning (%)	-2.7 %	-3.8 %	11.7 %	7.6 %	11.1 %	8.7 %	9.2 %
Avk. referanseindeks (%)	-3.2 %	-0.2 %	10.5 %	6.6 %	11.2 %	9.2 %	9.0 %
Volatilitet (%)			11.2 %	13.0 %	15.0 %	16.9 %	18.7 %
Relativ volatilitet (tracking error)			7.2 %	6.2 %	8.7 %	7.7 %	7.9 %
Information ratio			0.2	0.2	0.0	-0.1	0.0
Aktiv andel (%)	78%						

Historisk avkastning

Holberg Norden A avkastning vs referanseindeks



Største bidragsytere siste 12 mnd.



Nytt selskap i porteføljen



DSV ble grunnlagt i 1976 og har gjennom en rekke oppkjøp, blant annet UTi, Panalpina, GIL og senest DB Schenker i 2025, blitt verdens største logistikkelskap (speditør). DSV opererer innen tre hovedsegmenter i form av Air & Sea, Road og Contract Logistics. I 2025 var omsetningen DKK 247 mrd., med rundt 147 000 ansatte.

Høy kapitalavkastning. DSV har en lønnsom og kapitallett forretningsmodell. Selskapet eier verken skip eller fly, men kjøper kapasitet fra tredjepartsleverandører. De siste ti årene har capex i snitt vært ca. 1,2 % av omsetningen, og ROCE eksklusive goodwill i snitt vært 58 %. I samme periode har ~90 % av selskapets nettoresultat (eksklusiv oppkjøp) blitt konvertert til fri kontantstrøm.

Vekstutsikter. DSV har vært en av de største verdiskaperne i det nordiske aksjemarkedet med en årlig totalavkastning på 23 % de siste 30 årene. Suksessen bygger på disiplinert kapitalallokering og en velprøvd oppkjøps- og integrasjonsmodell, hvor oppkjøpte selskaper integreres inn i DSVs eksisterende plattform. Dette har over tid gitt betydelige kostnads- og effektivitetsgevinster. Økt skala har samtidig styrket nettverkseffektene og gitt bedre innkjøpsvilkår hos underleverandører.

DSV har over tid kombinert solid topplinjevekst med lønnsomhetsforbedringer. De siste ti årene har omsetningen (per aksje) vokst med 12 % årlig, mens resultatet per aksje har økt med 15 % per år. Vekstutsiktene fremstår fremdeles som attraktive. Det globale fraktmarkedet er fragmentert. De 20 største aktørene står samlet for rundt 40 % av markedet, noe som gir rom for videre konsolidering.

Ledelsestillit/eierfokus. Konsernsjef Jens H. Lund og finansdirektør Michael Ebbe har lang fartstid i DSV og erfaring fra integrasjonene av Panalpina, GIL og Schenker. Begge kjøpte aksjer etter kursfallet i juli. Ledelsen har over tid utmerket seg med sterk kostnadsdisiplin og disiplinert kapitalallokering gjennom oppkjøp, tilbakekjøp av egne aksjer og utbytter.

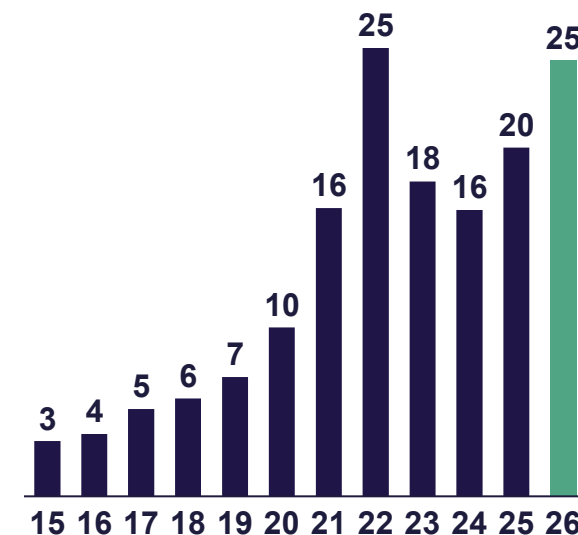
Bærekraft. DSV har SBTi-validerte mål om 50 % kutt i scope 1 og 2 og 30 % i scope 3 innen 2030 (mot 2019), og netto null innen 2050. Utslippene ligger i hovedsak hos transportørene (scope 3), så virkemidlene er drivstoffskifte (HVO, elektriske lastebiler, SAF) og bedre utnyttelse av nettverket – der skala er en fordel.

Regnværbeskyttelse. Logistikkbransjen er syklisk og følger handelsvolumer og fraktrater. Men uten skip og fly er kostnadsbasen i stor grad variabel, og kundene er spredt på bransjer og regioner. Ved siden av en eventuell global nedgang i fraktvolumer, er hovedrisikoen nå integrasjonsproblemene som har oppstått i forbindelse med Schenker-integrasjonen.

Prising. Mye som følge av utfordringer med integreringen av Schenker, kombinert med tap av markedsandeler under fusjonsprosessen, har DSV-aksjen falt 25 % så langt i år. På våre estimer prises DSV til en EV/EBIT på 14x og en fri kontantstrømvkastning på over 6 % på neste års inntjening, noe vi vurderer som attraktivt i et langsiktig perspektiv. Skulle selskapet i tillegg lykkes med å realisere de kommuniserte Schenker-synergier (DKK 9 mrd.), ligger det ytterligere oppside i aksjen og i våre estimer.

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

EBIT før spesielle poster (DKK mrd.)

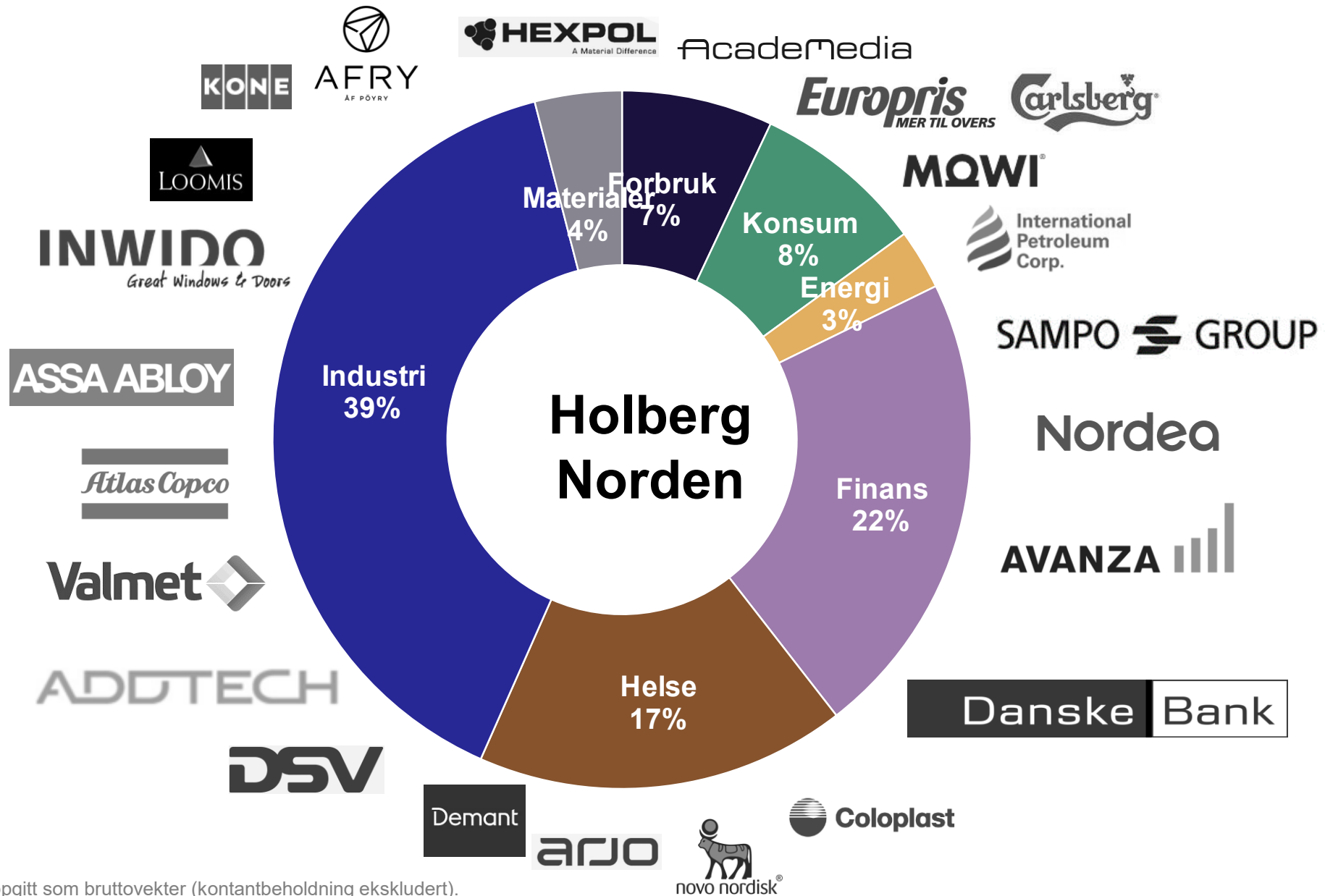


EBIT (siste 10 år): 21 % p.a.
EBIT per aksje (siste 10 år): 16 % p.a.



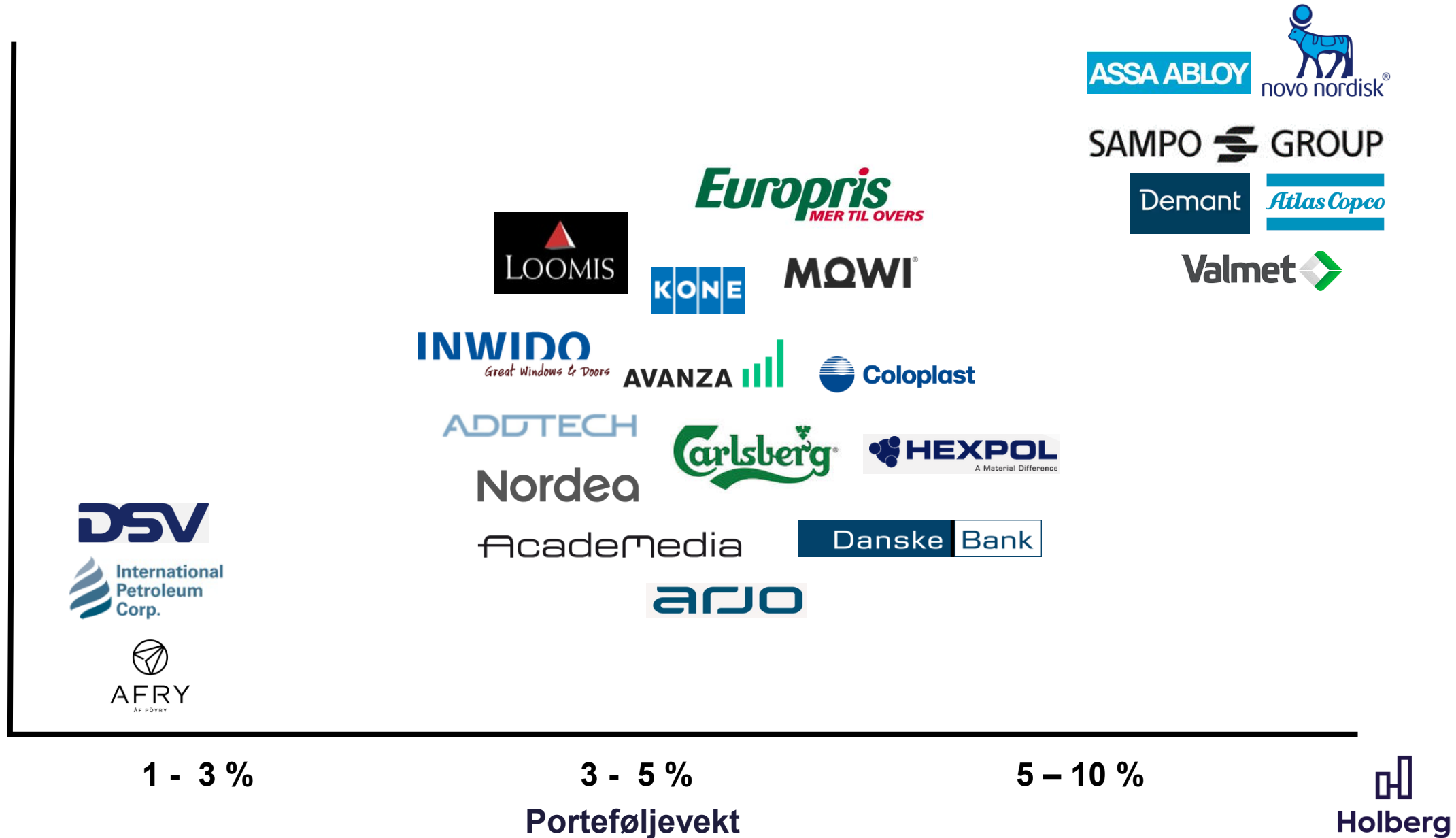
Holberg

Porteføljesammensetning

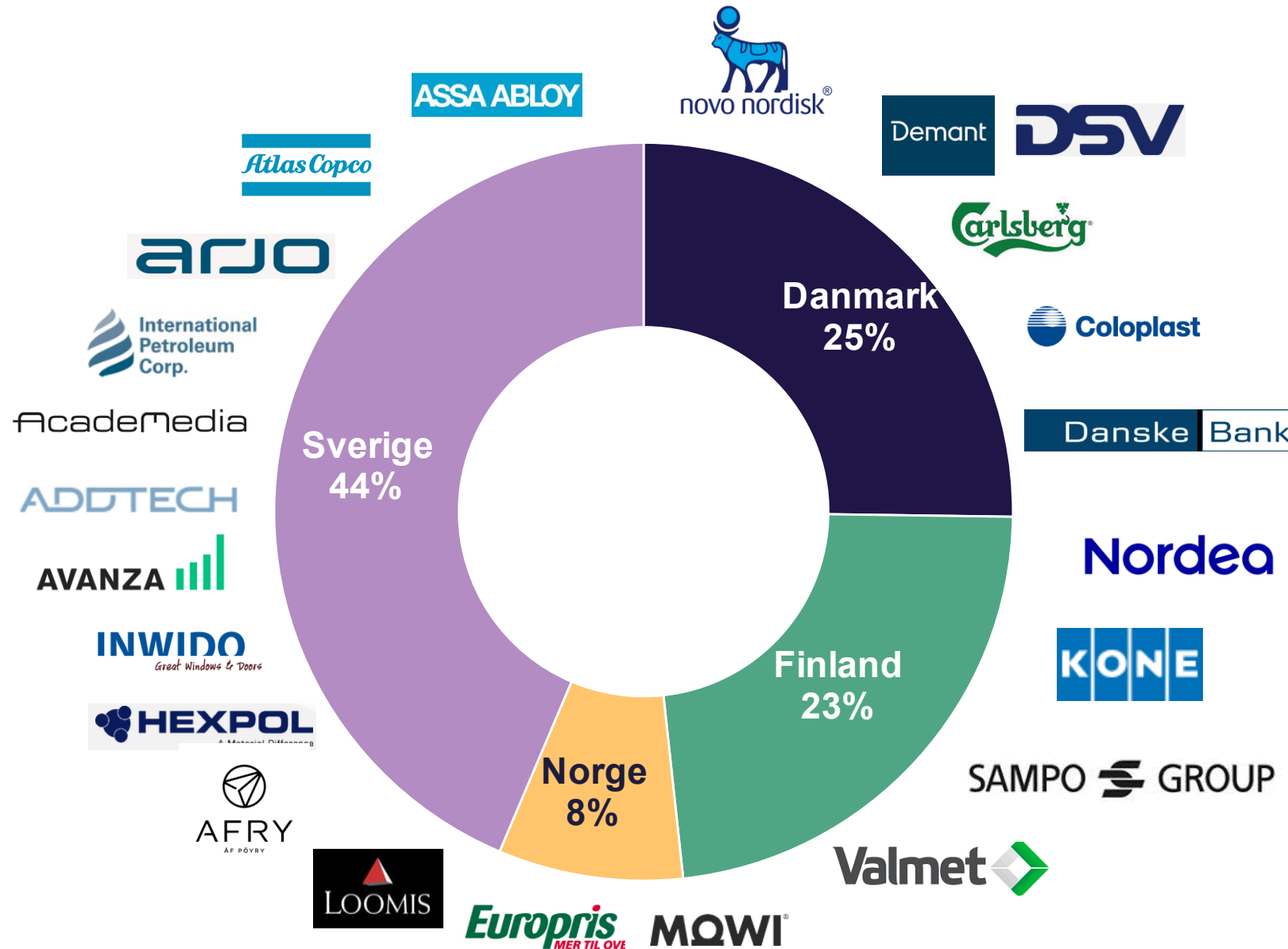


Porteføljesammensetning

- Verdsettelse
- Stabilitet i inntjening
- Likviditet



Porteføljesammensetning



10 største investeringer (1-5)

Selskap	Andel	Kommentarer
SAMPO  GROUP	8,2 %	Sampo er et finsk finanskonsern som ble etablert tidlig på 1900-tallet. De eier IF, Nordens største forsikringskonsern, og TopDanmark i tillegg til flere andre mindre finansieringsselskaper. Mandatum ble spunnet av og børsnotert i 2023. Investeringsgrunnlag: Attraktiv verdsettelse, sterk markedsposisjon.
ASSA ABLOY	5,8 %	Assa Abloy er verdens ledende leverandør av adgangsløsninger, med virksomhet i over 70 land og en portefølje på mer enn 200 merkevarer. Assa Abloy utvikler og leverer mekaniske og elektromekaniske låser, adgangskontrollsystemer, døråpnere og automasjonsløsninger Investeringsgrunnlag: Høy kapitalavkastning, robuste vekstutsikter.
Valmet 	5,6 %	Valmet er en finsk ledende aktør innen teknologier og automatisering av papir-, papirmasse- og energisektoren. Selskapet ble spunnet av finske Metso i 2015. Rundt halvparten av inntjeningen kommer fra stabile serviceavtaler. Investeringsgrunnlag: Sterk markedsposisjon, stabil kontantstrøm, sterk balanse.
	5,5 %	Atlas Copco er et svensk konsern, etablert i 1873 og notert på Stockholmsbørsen. Selskapet er i dag en global leder innenfor kompressor og vakuumenteknikk. Industrielle verktøy og løsninger for automatisert industriell produksjon. Wallenberg-familien har vært og er hovedeier via Investor AB. Investeringsgrunnlag: Høy kapitalavkastning, overbevisende vekstutsikter, attraktivt verdsatt.
 novo nordisk®	5,3 %	Novo Nordisk er verdensledende innen diabetesbehandling. De er også langt fremme på behandling av overvekt og relaterte sykdommer i tillegg til veksthormoner. Diabetes og fedmerelaterte utfordringer er i sterk økning over hele verden og Novo Nordisk er posisjonert til å generere betydelige inntekter og resultater i mange år fremover. Investeringsgrunnlag: Globalt ledende aktør. Høy lønnsomhet. Strukturell vekst.



10 største investeringer (6-10)

Selskap	Andel	Kommentarer
	5,0 %	Demant er en globalt ledende aktør innen hørselshelse og audiologi, med virksomhet som spenner fra utvikling av høreapparater og chipsett til en omfattende global distribusjonsplattform. Selskapet har en global markedsandel på rundt 20 % og er en av de tre største aktørene i et konsolidert og oligopolpreget marked Investeringsgrunnlag: Høy kapitalavkastning og overbevisende vekstutsikter.
	4,7 %	Inwido er et svensk konsern, vindu- og dørproduksjon, notert på Stockholmsbørsen i 2014. Renovasjon og rehabilitering av bygg er viktigste marked med ca. 2/3 av etterspørselen. Inwido er en ledende aktør med vekstambisjoner i et fragmentert marked. Norden er hovedmarkedet. Selskapet driver veldig kapitallett. Investeringsgrunnlag: Høy kapitalavkastning, overbevisende vekstutsikter, attraktivt priset.
	4,5 %	Addtech ble spunnet ut fra Bergman & Beving i 2001. I dag består selskapet av ca 150 selvstendige bedrifter. Modellen er å vokse organisk og å reinvestere via oppkjøp av små og mellomstore industrielle nichebedrifter. Addtech har vist imponerende vekst og lønnsomhet over tid. Investeringsgrunnlag: Høy kapitalavkastning, overbevisende vekstutsikter, sterk ledelse/eierstyring.
	4,5 %	Avanza er Sveriges ledende digitale spare- og investeringsplattform med over 2 millioner kunder og i overkant av SEK 1 000 milliarder i forvaltningskapital. Avanza har en lønnsom, skalerbar og kapitallett forretningsmodell. Selskapet vokser både gjennom tilførsel av nye kunder og økt "share of wallet" hos eksisterende kunder. Investeringsgrunnlag: Høy kapitalavkastning og overbevisende vekstutsikter.
	4,4 %	Nordea ble etablert gjennom en rekke fusjoner mellom nordiske banker på 1990- og 2000-tallet og er i dag den største banken i Norden. Nordea har hatt et sterkt fokus på lønnsomhetsforbedringer de siste årene, og banken har gått fra en egenkapitalavkastning på 8 % i 2019 til i overkant av 15 %. Investeringsgrunnlag: Høy kapitalavkastning, løpende inntjeningsvekst og utbytteavkastning.

Nøkkeltall for fondets største investeringer

Selskap	Portefølje- vekt	P/E 2026E	P/E 2027E	P/B	ROE 2026E	Utbytte 2026E	FCF avk. siste år
1 Sampo Oyj	8,2 %	17,0	14,6	3,2	15 %	4,3 %	
2 Assa Abloy AB	5,8 %	21,8	19,4	3,5	16 %	1,9 %	5 %
3 Valmet Oyj	5,6 %	13,9	12,0	2,0	14 %	4,9 %	10 %
4 Atlas Copco AB	5,5 %	29,3	24,4	8,2	26 %	2,0 %	3 %
5 Novo Nordisk A/S	5,3 %	11,3	11,3	5,0	47 %	4,8 %	6 %
6 Demant A/S	5,0 %	22,6	19,4	5,9	25 %	0,0 %	5 %
7 Inwido AB	4,7 %	15,6	12,9	1,9	12 %	3,3 %	7 %
8 AddTech AB	4,5 %	35,5	31,0	10,7	28 %	1,1 %	3 %
9 Avanza Bank Holding AB	4,5 %	19,7	18,3	7,6	38 %	3,7 %	
10 Nordea Bank Abp	4,4 %	11,7	10,8	1,8	15 %	5,8 %	
11 Danske Bank A/S	4,4 %	12,0	11,1	1,8	14 %	7,1 %	
12 Kone Oyj	4,3 %	23,5	20,7	11,4	38 %	3,6 %	5 %
13 Mowi ASA	4,2 %	16,3	12,7	2,3	10 %	4,1 %	4 %
14 Loomis AB	4,1 %	14,2	12,7	3,0	20 %	3,0 %	9 %
15 Hexpol AB	4,0 %	15,7	14,1	2,3	14 %	4,3 %	6 %
16 Europris ASA	3,9 %	14,3	11,6	3,4	21 %	4,8 %	10 %
17 Coloplast A/S	3,9 %	16,4	15,9	7,0	30 %	4,8 %	6 %
18 Carlsberg AS	3,7 %	13,0	12,1	3,9	25 %	3,7 %	7 %
19 AcadeMedia AB	3,0 %	8,2	7,9	1,4	15 %	3,2 %	32 %
20 Arjo AB	2,8 %	13,6	11,5	1,0	7 %	3,3 %	11 %
Holberg Norden	100 %	15,9	13,9	2,8	17,8 %	3,5 %	7,3 %

Kilde: Bloomberg (konsensus). Oppdatert per 30.09.26.

Avkastning for våre aksjefond

	September	2026	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siste 20 år	Siden oppstart	
Holberg Norge A								
Avkastning fond	-3.1 %	6.3 %	19.1 %	13.7 %	15.4 %	9.2 %	11.3 %	Oppstart: Desember 2000
Avkastning referanseindeks	-2.2 %	21.7 %	18.6 %	11.7 %	12.4 %	8.7 %	9.4 %	
Differanseavkastning	-0.9 %	-15.4 %	0.4 %	2.1 %	2.9 %	0.5 %	2.0 %	
Aktiv andel	68%							
Holberg Norden A								
Avkastning fond	-2.7 %	-3.8 %	11.7 %	7.6 %	11.1 %	8.7 %	9.2 %	Oppstart: November 2000
Avkastning referanseindeks	-3.2 %	-0.2 %	10.5 %	6.6 %	11.2 %	9.2 %	9.0 %	
Differanseavkastning	0.4 %	-3.6 %	1.2 %	1.0 %	-0.1 %	-0.5 %	0.2 %	
Aktiv andel	78%							
Holberg Global A								
Avkastning fond	-0.4 %	-6.1 %	9.2 %	7.8 %	12.1 %		9.9 %	Oppstart: August 2006
Avkastning referanseindeks	1.3 %	6.2 %	17.3 %	14.0 %	14.9 %		11.1 %	
Differanseavkastning	-1.8 %	-12.3 %	-8.1 %	-6.2 %	-2.9 %		-1.2 %	
Aktiv andel	77%							
Holberg Vekstmarkeder A								
Avkastning fond	0.1 %	-1.9 %	10.6 %	1.6 %	2.6 %		4.1 %	Oppstart: November 2010
Avkastning referanseindeks	2.0 %	17.3 %	19.9 %	11.0 %	11.1 %		8.5 %	
Differanseavkastning	-1.9 %	-19.1 %	-9.2 %	-9.4 %	-8.5 %		-4.3 %	
Aktiv andel	81%							
Holberg Triton A								
Avkastning fond	-0.7 %	-4.1 %	4.8 %	3.8 %	4.9 %		6.6 %	Oppstart: Februar 2015
Holberg Global Valutasikret								
Avkastning fond	-2.4 %	-1.8 %	12.1 %	6.0 %			8.5 %	Oppstart: Desember 2019

Alle avkastningstall er fratrukket 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	13.6 %	14.2 %	12.8 %		13.6 %
Holberg Vekstmarkeder	13.9 %	16.7 %	14.7 %		14.6 %
Holberg Triton	9.3 %	10.5 %	10.3 %		10.3 %
Holberg Norden	11.2 %	13.0 %	15.0 %	16.9 %	18.7 %
Holberg Norge	8.3 %	12.1 %	16.0 %	17.7 %	19.3 %
Relativ volatilitet (tracking error)					
Holberg Global	5.1 %	5.6 %	5.4 %		5.9 %
Holberg Vekstmarkeder	12.5 %	11.5 %	10.0 %		9.6 %
Holberg Triton					
Holberg Norden	7.2 %	6.2 %	8.7 %	7.7 %	7.9 %
Holberg Norge	7.6 %	7.3 %	7.6 %	7.9 %	7.9 %
Information ratio					
Holberg Global	-1.6	-1.1	-0.5		-0.2
Holberg Vekstmarkeder	-0.7	-0.8	-0.8		-0.4
Holberg Triton					
Holberg Norden	0.2	0.2	0.0	-0.1	0.0
Holberg Norge	0.1	0.3	0.4	0.0	0.3



Forvalterteam



Robert Lie Olsen

MSc Shipping, Trade & Finance, CUBS, London
Siviløkonom, CBS, København

Bakgrunn som analytiker og porteføljeforvalter i Nordea (1996-2008) samt megler i ABG SC (2008-2011).

Begynte i Holberg i 2011

- Forvaltet Holberg Norden siden 2012
- Forvaltet Holberg Norge siden 2016



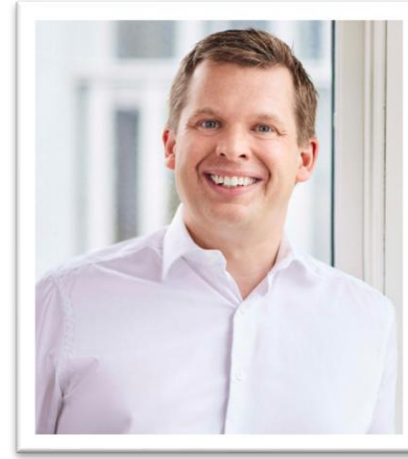
Jørgen Müller

MSc Finansiell økonomi (major) fra NHH og University of Sydney

Bakgrunn som analytiker og prosjektleder fra Orkla M&A (2013-2018), Økonomisjef Orkla C&SN (2018) seniorkonsulent i Deloitte Financial Advisory (2011-2013)

Begynte i Holberg i 2019

- Forvaltet Holberg Norden siden 2019
- Forvaltet Holberg Norge siden 2019



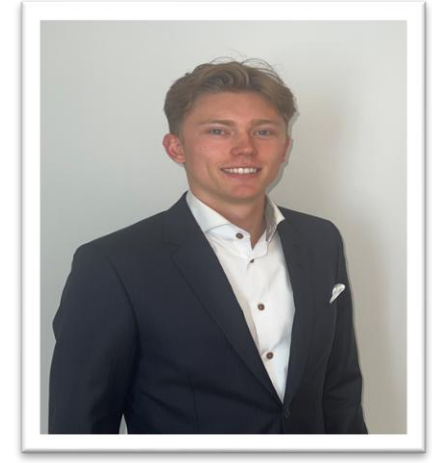
Leif Anders Frønningen

MSc Industriell økonomi og teknologiledelse (INDØK) fra NTNU i Trondheim og Universität Karlsruhe

18 års erfaring som porteføljeforvalter for internasjonale aksjemandater. Forvalter for Holberg Vekstmarkeder (2010 – 2024). Co-forvalter for Holberg Global (2007 – 2024).

Begynte i Holberg i 2006

- Forvaltet Holberg Norden siden 2024
- Forvaltet Holberg Norge siden 2024



Carl Erik Hjeltestad Landsvik

MSc Finansiell økonomi fra NHH i Bergen og Johannes Kepler University

3 års erfaring som intern i Holberg sin aksjeavdeling.
Leder av NHH Børsklubben 2023-2024

Begynte i Holberg i 2023

- Intern i Holberg siden 2023
- Forvaltet Holberg Norden siden 2026
- Forvaltet Holberg Norge siden 2026

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.

