

Trifork

Produktrevet transformation leverer synlige resultater



Michael Friis

+45 20 34 94 87

michaelfriis@hcandersencapital.dk



Victor Skriver

+45 22 59 27 27

victor@hcandersencapital.dk



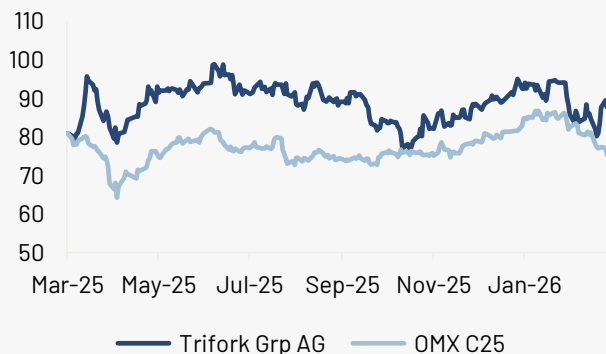
Corporate customer
Full disclaimer on back page
06.03.2026 14:30 CET



Key Financials and Valuation



Share price



ÅTD:	-2,2%	1 år:	8,4%
1 måned:	-0,7%	3 år:	-49,1%

Note: Vi anvender lukkekursen fra 5 marts 2026.

Kilde: S&P CapitalIQ Pro.

Financials

EURm	2024	2025	2026E*	2027E*
Revenue	206	221	234	255
Growth	-1%	7%**	6%	9%
Adj. EBITDA	25	30	39	46
Adj. margin	12%	14%	17%	18%
Net income	18	12	17	22
Net debt	46	18	18	-

Market value	194	237	231	-
EV/Sales (x)	1,2	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (x)	9,8	8,5	6,4	5,4
EV/EBIT (x)	29,6	15,2	11,0	9,2
P/E (x)	10,9	20,0	N/A	N/A

Note: *Triforks egne indsamlede konsensusanalytikerestimer for 2026E og 2027E fra 24.02.2026. **Der anvendes en rapporteret vækst på 7,2%. Trifork havde en organisk vækst på 7,0% i 2025 efter frasalget af Trifork Security.

Guidance 2026E

	Trifork	Consensus*
Revenue	230 til 240	234
Organic growth	6,7% til 11,3%	6,6%
Adj. EBITDA	35 til 40	39
Adj. EBITDA margin	14,6% til 17,4%	17%

Note: Triforks egne indsamlede konsensusanalytikerestimer for 2026E fra 24.02.2026.

Valuation Perspectives

Værdiskabelsen for aktionærene vil primært være drevet af, hvorvidt Trifork formår at fastholde vækstmomentum via den produktfokuserede strategi, der positionerer selskabet som en strukturel vinder i en forventet mere disruptiv AI-verden.

Grundet et lavt investeringsbehov samt høj cash-generering er EV/EBITDA i vores optik det mest relevante værdiansættelsesmål for IT-sektoren og samtidig det mest anvendte blandt analytikere.

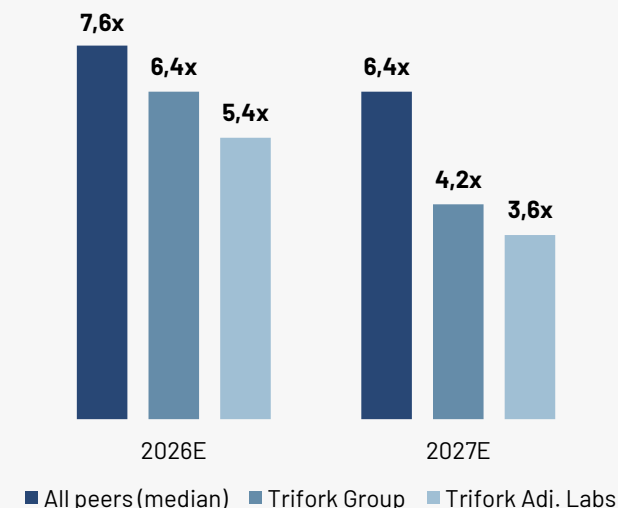
Trifork handler på både 2026E og 2027E EV/EBITDA med rabat til sektoren. Rabatten synes ikke at være begrundet i de nuværende vækstrater eller marginniveauer, men snarere i selskabets størrelse og aktiens likviditet ved sammenligning med peer-gruppen.

Rabatten bliver endnu mere markant, når der korrigeres for de bogførte værdier i Labs-forretningen - værdier, som ikke genfindes hos peers.

Disse værdier kan potentielt synliggøres gennem eventuelle exits i forbindelse med en strategisk gennemgang og på sigt udloddes. Værdierne understøttes desuden af flere faktorer, herunder værdiansættelsesmetoder, historiske exits og vækstraterne i de investerede selskaber i 2025.

Triforks stærke cash-generering (98% conversion rate) understøtter fremtidige udlodninger, selv med M&A på bordet og anvendelse af indtjeningsmultipler i værdiansættelsen. I 2026 forventes ca. 5% af aktiekapitalen tilbagekøbt (EUR 10 mio.).

EV/ Adj. EBITDA multiple



Investment Case – Solid 2025 vækst i en stigende disruptiv AI Verden



Key Investment Reasons

- Eksponering mod langsigtede strukturelle trends såsom digital health, AI og AI-agenter, cyber security samt effektivisering af offentlig IT.
- Strategien om at fokusere på produkter og platforme (egenudviklede softwareløsninger) fremviser allerede solide resultater.
- Høj vækst drevet af fokus på security, compliance samt EU-dataafhængighed giver et godt svar på, hvilken rolle Trifork kan spille i en disruptiv AI-fremtid.
- Labs-forretningssegmentet giver en unik investeringsmulighed for private investorer.

Selskabsbeskrivelse: Trifork er en dansk IT-virksomhed, der udvikler og sælger softwareprodukter og -løsninger med fokus på digital innovation, cloud, cybersikkerhed og AI til sektorer som sundhed, finans, industri, luftfart og offentlig administration. Desuden har Trifork et ventureben, hvor selskabet investerer i nye teknologivirksomheder med to formål: at fungere som Triforks innovations- og investeringsarm for at skabe vækst i forretningen samt at realisere gevinster gennem frasalg på sigt.

Investment case: Via Triforks hovedområder og indirekte gennem Trifork Labs får man som investor eksponering mod højvækst og langsigtede strukturelle trends, herunder digitalisering af sundhedssystemer og den offentlige sektor, AI og AI-agenter samt cybersikkerhed.

Med 35% vækst i produktsegmentet i 2025 viser Triforks øgede fokus på egenudviklet software og løsninger allerede effekt - modsat resten af IT-sektoren (service), som fortsat kæmper med at fremvise vækst.

I en verden, hvor investorer frygter, at AI vil reducere behovet for software og IT-services, er det afgørende at se væksten accelerere samt få klarhed over, hvor de enkelte selskaber vil positionere sig og skabe vækst fremadrettet. Den samlede organiske vækst på 9% i Q4 2025 var den højeste kvartalsvise vækstrate i 2025.



Key Investment Risks

- Trifork Labs er eksponeret mod høj risiko i unge selskaber, og værdierne afhænger af exits, som markedet endnu ikke fuldt ud anerkender.
- Hvis AI strukturelt presser IT-konsulenters marginer og efterspørgsel, kan det ramme Trifork trods fokus på større kunder og regulatoriske områder.
- Svagere makroøkonomiske forhold og lavere vækst kan reducere efterspørgslen efter software- og konsulentydelser.
- Faldende multipler og usikkerhed om AI-disruption kan vanskeliggøre værdirealisering i Labs (strategisk proces).

Med fokus på compliance, EU-dataafhængighed samt etablering af lukkede AI-økosystemer, hvor virksomheder kan køre AI-modeller og værktøjer i egne systemer, har Trifork givet visse svar på, hvordan selskabet kan skabe vækst i en AI-disruptiv verden (Hosting & Security voksede med 16% i 2025).

Trifork Labs giver mindre investorer en unik og relativt sjælden mulighed for eksponering mod ventureinvesteringer. En strategisk gennemgang kan bringe skjulte værdier frem i lyset, som markedet synes at have vanskeligt ved at værdiansætte.

Selvom Trifork har givet visse svar på, hvordan selskabet kan skabe vækst i en AI-verden, skaber den hurtigere end ventede udvikling inden for AI usikkerhed på flere fronter: **i)** Marginpres i serviceforretningen som følge af AI-baseret kodning, hvis man ikke formår i højere grad at lade serviceforretningen stå på ryggen af den egenudviklede produktforretning. **ii)** Usikkerhed om værdiansættelsen af softwarevirksomheder, hvilket kan vanskeliggøre gennemførelsen af en strategisk proces i Labs. **iii)** Manglende klarhed om AI's disruptive potentiale for software- og IT-servicesektoren kan gøre det vanskeligt for investorer at prissætte vækst og vende tilbage til historiske multipler. **iv)** Øget makroøkonomisk følsomhed: De seneste års vækstrater indikerer, at software- og IT-servicesektoren er blevet mindre immun over for makroøkonomiske udsving og dermed mere afhængig af den makroøkonomiske udvikling.

Trifork Group - Oversigt over forretningen og 2026 guidance

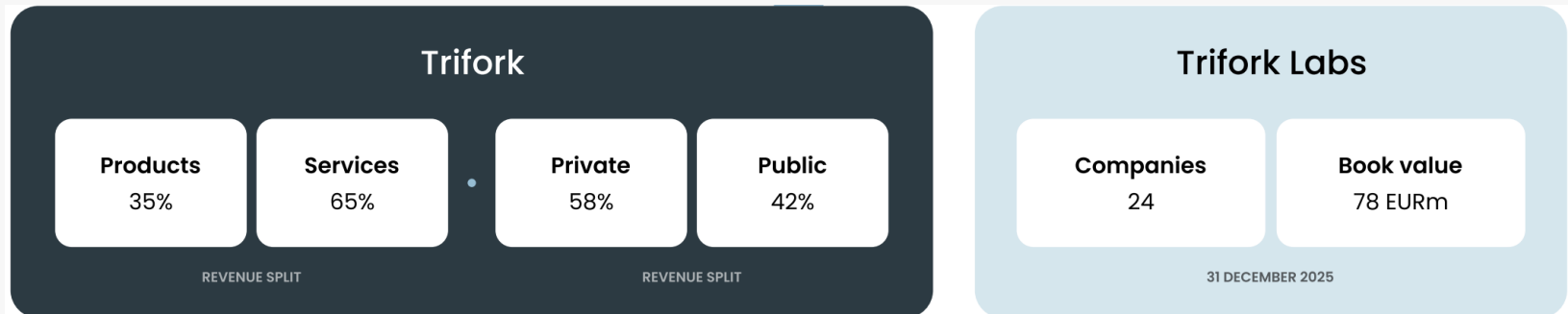


Trifork Group består af to forretningsben: kerneforretningen Trifork samt ventureforretningsbenet Trifork Labs.

På sigt arbejder Trifork mod en balanceret fordeling (50/50) mellem products (egen software og platforme) og services (konsulentytelser) og har allerede øget produktandelen i 2025 (op fra 27% i 2024). Selskabet arbejder ligeledes mod en mere balanceret fordeling mellem private og offentlige kunder. Formålet er at skabe større stabilitet, idet serviceforretningen i højere grad skal drives af eget produktsalg og i mindre grad være afhængig af store vundne eller tabte udbud.

I 2026 forventer Trifork en omsætning på EUR 230–240 mio., svarende til en organisk vækst på 6,7–11,3% (7,0% i 2025). Baseret på midtpunktet i forventningsintervallet indebærer det en acceleration i den organiske vækst i 2026.

Justeret EBITDA forventes i 2026 at lande i intervallet EUR 35–40 mio., svarende til en margin på 14,6–17,4% og en vækst i justeret EBITDA på 16,2–32,8% (EBITDA-margin på 13,6% i 2025). Baseret på midtpunktet i forventningerne ser Trifork ind i en marginforbedring drevet af vækst, hvilket understreger den operationelle gearing i forretningsmodellen.



2026 GUIDANCE

Group revenue

230–240 = **6.7 – 11.3%**
EURm Organic growth
Y/Y

Group adj. EBITDA

35–40 = **14.6 – 17.4%** **16.2 – 32.8%**
EURm Margin Growth Y/Y

Peer Group (1/2) – Handler med rabat til peers også uden korrektion for Labs



Triforks peers har vi opdelt i to kategorier: Nordiske peers og større, mere internationale peers.

De nordiske peers udgøres primært af Norden-fokuserede selskaber, som generelt er mindre målt på omsætning og indtjening. De spænder fra rene IT-konsulentvirksomheder (projektorienterede) til selskaber i en tidlig transition mod en platform- eller produktorienteret model. Hovedparten af selskabernes forretning er projektorienteret.

De større og mere internationale peers vurderes at være mere modne. Fælles for disse selskaber er, at de har bevæget sig fra en projektorienteret til en platformorienteret forretningsmodel inden for digital transformation. Selskaberne arbejder typisk med store globale kunder samt offentlige institutioner.

De to peer-grupper er valgt for at sætte Triforks prisfastsættelse i perspektiv, da Trifork selv befinder sig midt i transitionen mod en platform- eller produktorienteret model og dermed kan placeres mellem de to grupper.

Den unikke forretningsmodel gør det nødvendigt at justere for Trifork Labs, når selskabet sammenlignes med peers. En stor andel af Triforks samlede værdi udgøres af Trifork Labs (~34% ved bogført værdi), og ingen peers har tilsvarende værdier på balancen. Desuden indgår realiserede gevinster fra Trifork Labs ikke på indtjeningsniveau (EBIT/EBITDA) – kun de administrative omkostninger ved at drive Labs-forretningen påvirker negativt.

Trifork Group (ikke just.): Her tages udgangspunkt i aktuelle analytikerestimer på Trifork uden justeringer for Trifork Labs. I en alt-andet-lige-betragtning, hvor Trifork forudsættes handlet på linje med peers, svarer det til, at Trifork Labs værdiansættes lavt.

Trifork (just. Labs, bogført værdi): Her er Enterprise Value justeret for den bogførte værdi af Labs-selskaberne opgjort i Triforks seneste regnskab (EUR 78 mio. i 2025) samt resultatpåvirkningen fra Labs-selskaberne på EBITDA (ca. EUR ~2 mio. i 2025, svarende til de administrative omkostninger ved at drive Labs-forretningsbenet).

Opsummering af Peers (Samlede median)

Company	Price	Total return	Market cap	EV	Revenue growth		EV/Sales		EV/EBITDA		EBITDA-margin	
	(local)	YTD	(EURm)	(EURm)	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Large peers (median)		-21,7%	1.054	939	6,8%	7,6%	1,1x	1,0x	5,5x	5,1x	16,6%	17,8%
Nordic peers (median)		-7,3%	211	223	5,2%	5,8%	1,1x	1,0x	8,2x	7,3x	14,8%	14,9%
All peers (median)		-18,2%	444	604	5,2%	6,3%	1,1x	1,0x	7,6x	6,4x	15,4%	15,7%
Trifork Group	DKK 88,8	-2,2%	231	248	5,8%	9,1%	1,1x	1,0x	6,4x	5,4x	16,6%	17,9%
Trifork Adj. Labs	DKK 88,8	-2,2%	231	170	5,8%	9,1%	0,7x	0,7x	4,2x	3,6x	17,5%	18,7%

Note: Omsætningsvækst udgør rapporteret vækst cons. estimater og dermed ikke organisk vækst.
Data fra 05/03/2026

Source: S&P Capital IQ

Peer Group (2/2) – Oversigt over enkelte selskaber I peer group



For en dybere gennemgang af de udvalgte peers til Trifork henvises der til appendix på side 12 og 13, hvor der findes en kort beskrivelse af samtlige selskaber i de to identificerede kategorier. Beskrivelserne giver et overblik over virksomhedernes forretningsområder, primære aktiviteter samt deres position i markedet. Formålet er at skabe et bedre grundlag for sammenligning mellem Trifork og de udvalgte peers, så ligheder og forskelle i forretningsmodel, størrelse og fokusområder fremstår tydeligere.

Peer group (Large)

Company	Price	Total return	Market cap	EV	Revenue growth		EV/Sales		EV/EBITDA		EBITDA-margin	
	(local)	YTD	(EURm)	(EURm)	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
adesso SE	EUR 66,0	-25,6%	422	745	6,8%	9,6%	0,5x	0,4x	5,3x	4,5x	8,8%	9,3%
Endava plc	USD 5,5	-12,7%	252	463	10,8%	10,7%	0,5x	0,5x	4,3x	3,5x	12,7%	14,9%
Globant S.A.	USD 53,2	-18,6%	1.987	2.282	-4,2%	4,7%	1,1x	1,0x	5,3x	4,9x	20,0%	20,4%
Kainos Group plc	GBP 7,8	-22,6%	1.054	939	1,2%	5,5%	2,0x	1,8x	12,1x	10,3x	16,6%	17,8%
Nagarro SE	EUR 53,5	-29,8%	677	920	10,0%	10,1%	0,9x	0,8x	5,5x	5,1x	15,4%	15,7%
Netcompany Group A/S	DKK 331,8	-7,3%	2.016	2.464	6,0%	7,0%	2,0x	1,8x	11,4x	9,8x	17,3%	18,6%
Reply S.p.A.	EUR 89,8	-21,7%	3.348	2.987	18,4%	7,6%	1,1x	1,0x	6,1x	5,7x	18,3%	18,3%
Average (mean)		-19,8%	1.394	1.543	7,0%	7,9%	1,1x	1,1x	7,2x	6,3x	15,6%	16,4%
Median		-21,7%	1.054	939	6,8%	7,6%	1,1x	1,0x	5,5x	5,1x	16,6%	17,8%

Peer group (Nordic)

Company	Price	Total return	Market cap	EV	Revenue growth		EV/Sales		EV/EBITDA		EBITDA-margin	
	(local)	YTD	(EURm)	(EURm)	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Addnode Group AB (publ)	SEK 69,5	-28,3%	879	1.109	7,5%	5,5%	1,9x	1,8x	10,1x	9,5x	18,9%	19,1%
Bouvet ASA	NOK 50,6	-17,9%	466	463	5,2%	6,3%	1,3x	1,2x	8,5x	7,9x	14,8%	14,9%
Columbus A/S	DKK 9,7	1,7%	166	187	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Digia Oyj	EUR 6,0	-9,3%	161	184	3,8%	3,0%	0,8x	0,8x	6,7x	6,4x	12,2%	12,5%
Exsitec Holding AB (publ)	SEK 112,5	-26,5%	141	169	5,2%	7,7%	1,9x	1,8x	8,8x	8,0x	21,8%	22,5%
Gofore Oyj	EUR 13,2	-1,8%	211	223	21,4%	5,8%	1,0x	0,9x	7,6x	6,7x	12,5%	13,5%
Knowit AB (publ)	SEK 110,8	-6,1%	282	323	0,3%	5,0%	0,6x	0,6x	6,3x	5,4x	9,5%	10,5%
Netcompany Group A/S	DKK 331,8	-7,3%	2.016	2.464	18,4%	7,6%	2,0x	1,8x	11,4x	9,8x	17,3%	18,6%
NNIT A/S	DKK 40,4	-19,0%	134	176	1,6%	7,9%	0,7x	0,7x	7,9x	5,9x	9,2%	11,4%
TietoEVRY Oyj	EUR 19,0	3,6%	2.229	2.776	-4,2%	3,0%	1,6x	1,5x	8,8x	8,4x	17,8%	18,2%
Average (mean)		-11,1%	668	807	6,6%	5,8%	1,3x	1,2x	8,5x	7,5x	14,9%	15,7%
Median		-7,3%	211	223	5,2%	5,8%	1,1x	1,0x	8,2x	7,3x	14,8%	14,9%

Note: Data fra 05/03/2026

Source: S&P Capital IQ

Trifork Labs bogført værdi – Værdier velunderstøttet af ekstern validering



Når vi korrigerer for den bogførte værdi (ingen markedspriser) i et af scenarierne i vores peer-gruppeanalyse, er der risiko for fejl, hvis de bogførte værdier ikke afspejler reelle værdier. Flere faktorer peger dog på, at værdierne er velunderstøttede.

Finansieringsbehov og profitabilitet understøtter værdien: To væsentlige parametre ud over vækst ved værdiansættelse af unoterede selskaber er, om de er profitable (indikativt for selvfinansiering), eller hvor velfinansierede de er (mindsket risiko, hvis funding-markedet går i stå). Top-10-selskaberne udgør ca. 89% af værdien, og 97% af den bogførte værdi repræsenteres af selskaber, der enten er profitable eller har finansiering til mindst 12 måneder ved udgangen af 2025.

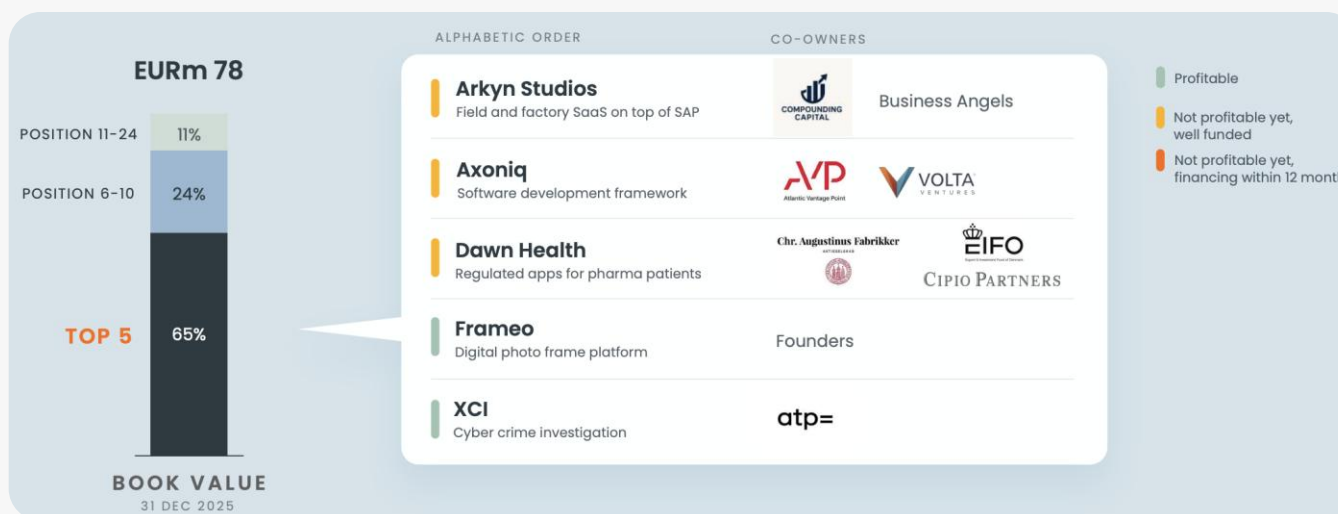
Konservative værdiansættelsesmetoder og ekstern validering: En risiko ved venture- og private equity-investeringer er, hvordan fonde opgør værdierne. På de mere likvide børsnoterede markeder ses ofte en forsinket effekt i prissætningen af unoterede selskaber relativt til de noterede markeder.

En anden risikofaktor er, om der bliver "snydt lidt på vægten" i de input, man bruger i værdiansættelsesmodellerne. Denne risiko modificeres dog af

I Top-10 (ca. 89% af værdien) er BlueSpace og Promon de eneste selskaber, hvor værdiansættelsen er baseret på Triforks seneste kapitalindsud (dermed ikke eksternt verificeret). I Top-10 er kun fire selskaber værdiansat via DCF-modeller. Det drejer sig om selskaber med flere års profitabilitet, hvor beregningen udføres af eksterne revisorer med konservative inputfaktorer, især mht. WACC og afkastkrav. Hvis et selskab i Trifork Labs ikke opnår forventede resultater (vækst, cash flow eller finansiering), nedskrives værdien straks med 25%, 50%, 75% eller 100%.

Tidmæssigt har alle Top-5-selskaber fået en værdiansættelsesændring i 2025. De selskaber, hvor værdiansættelsen ikke er sket fornylig, er selvfinansierende (ikke behov for ekstern funding) men kun marginalt profitable, hvorfor der ikke foretages DCF-værdiansættelse.

Trifork Labs top-5 oversigt



Trifork Labs – Strategisk gennemgang kan få værdier frem i lyset



Strategisk gennemgang af Trifork Labs: I forlængelse af regnskabet for 2025 annoncerede Trifork, at selskabet vil gennemføre en strategisk gennemgang af Trifork Labs med henblik på at øge fokus på kapitalallokering til kerneforretningen. Formålet er at realisere porteføljeværdierne, herunder via en potentiel afhændelse af Labs som helhed, en carve-out eller salg af enkeltaktiver. Gennemgangen kommer i forlængelse af det delvise salg af XCI med et provenu på EUR 12 mio. samt dekonsolideringen af Trifork Security.

Fra et investorperspektiv kan en strategisk gennemgang bidrage til at synliggøre skjulte værdier, som kan være vanskelige for markedet at værdiansætte korrekt, og dermed fungere som en potentiel positiv katalysator for aktien.

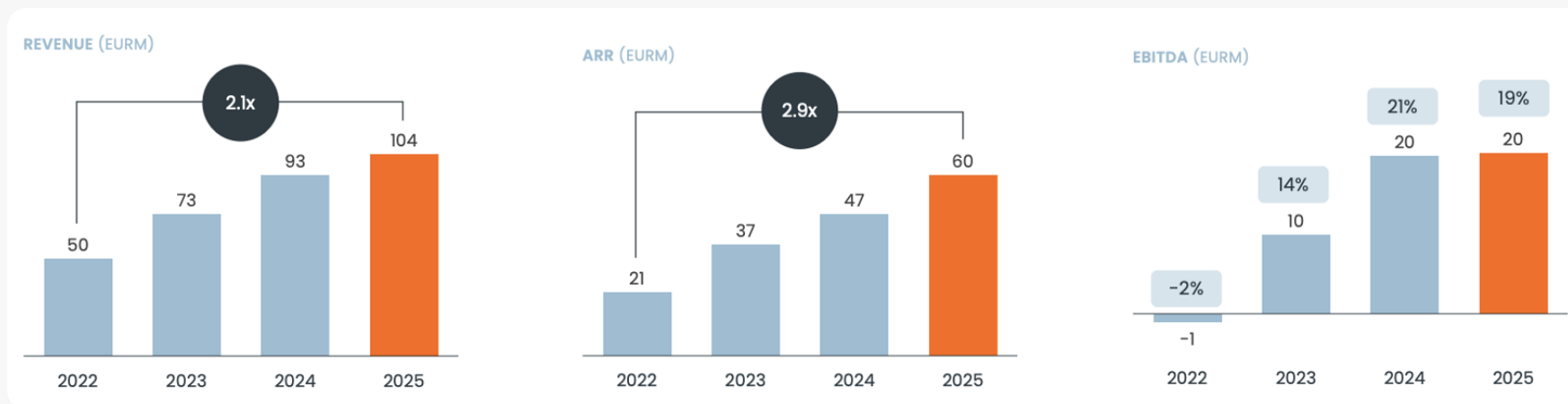
Flere selskaber er blevet nævnt som mulige exit-kandidater: Såfremt der ikke gennemføres et samlet, delvist salg af porteføljen, findes der individuelle selskaber med exitpotentiale. Frameo, hvor Trifork ejer 6,2%, har ifølge den seneste tids presseomtale klart indikeret et muligt delvist salg. Midt i den softwareturbulens, som AI har skabt, har Trifork solgt 8,4% af XCI for EUR 12 mio. Heraf kan det udledes, at værdiansættelsen af de resterende 5% udgør en ikke uvæsentlig andel af den samlede portefølje. Axonix nævnes desuden som

en af de potentielle vindere i en AI-agentisk verden, idet deres software styrer og registrerer løbende ændringer i AI-systemer.

IPO/EXIT-markedet generelt: Faldende multipler drevet af AI-disruptionsfrygt har presset softwaresektoren. Vi har set kraftige fald på multipler på softwaresekskaber. Desuden har private credit-selskaber, der finansierer software-buyouts, været ramt, og vi har set det første reelle default. Der kan derfor også være større usikkerhed om værdierne i Trifork Labs-porteføljen aktuelt, og dermed om den strategiske gennemgang vil føre til exits eller en større ny aktionær samlet set.

Selvom multiplerne i softwaresektoren er faldet, modsvares dette delvist af en portefølje med høj historisk vækst, som også er vokset gennem 2025 på både omsætning og indtjening. Høj profitabilitet understøtter også exitmulighederne (kapitalfonde).

Top-10 Trifork Labs-selskabers samlede udvikling



Trifork Labs – Har skabt høj realiseret værdi for aktionærer historisk



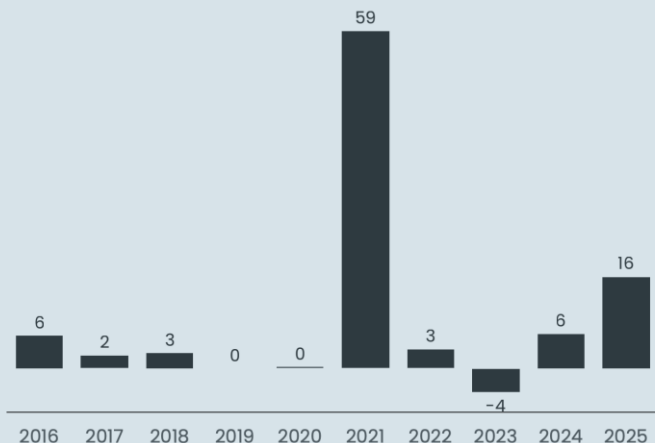
Rugekasse for hovedforretningen samt et venture-ben: Trifork Labs leder de venture-finansierede aktiviteter i Trifork Group og har igennem 20 år grundlagt, medgrundlagt og investeret i innovative softwarevirksomheder. Forretningsbenet består aktuelt af minoritetsandele i 24 virksomheder, hvoraf en stor del af værdien ligger i få selskaber, hvilket er helt normalt i venture- og private equity-investeringer. Ud over potentielt afkast ved exit fungerer forretningsbenet også som rugekasse til at opnå tidlige indsigter i nye teknologier og softwarekommercialiseringsstrategier og dermed opdyrke forretningsområder, der kan skabe vækst i Trifork-segmentet.

Unik adgang til venture-investering: En investering i Trifork giver via Trifork Labs adgang til noterede softwarevirksomheder, hvilket er unikt sammenlignet med andre IT-konsulenter. Dermed får mindre aktionærer adgang til venture-investeringer i softwaresektoren – en type investering, der ofte kræver en stor investerbar formue og typisk binder kapitalen i 5-7 år. Modsat kan Trifork-aktien handles dagligt, omend man ikke helt undgår udfordringen med skjulte værdier og om disse er fuldt afspejlet i aktiekursen.

Værdiskabelse: Trifork har siden 2020 realiseret akkumulerede værdier for EUR 80,0 mio., hvilket understreger, at forretningsbenet historisk har skabt betydelig værdi for investorerne. Som ofte set inden for ventureinvesteringer vil værdiskabelsen typisk være drevet af enkelte år med større frasalg. Med den igangværende strategiske gennemgang kan denne tendens fortsætte, og der kan forventes yderligere større realiseringer fra porteføljen.

Ser man på Trifork Labs som et ventureinvesteringsben, har Trifork i forbindelse med kapitalmarkedsdagen i 2024 oplyst, at målt fra 2017 til Q1 2024 har dette givet et afkast på 4,1x den investerede kapital (ca. 5x korrigeret for den store investering i BlueSpace, som snarere skal ses som et joint venture/strategisk samarbejde). Dette er endda opnået med investeringer i mere modne virksomheder end typisk for private equity- og venturefonde og dermed et lavere forventet afkast. Ifølge Trifork placerer dette dem blandt de top 5% af venture- og private equity-fonde.

NET REALIZED GAINS (EURM)
EXIT PROCEEDS, DIVIDENDS & IMPAIRMENTS INCLUDED



Afkast på investeringer i Trifork Labs



Kilde: Trifork, CMD 2024 præsentation.

Trifork Labs - Exit multiple analyse US peers (ophørt)



I vores tidligere analyse opstillede vi, baseret på Trifork Labs' top-10-selskaber, to scenarier med udgangspunkt i børsnoterede US-peers. Trifork har ikke opdateret tal for Labs-selskaberne baseret på Triforks ejerandel, hvilket var en forudsætning for vores seneste opgørelse. Vi har derimod adgang til opdaterede US-SaaS-multipler.

Indregner vi kun ændringerne på multipler, men på 2024-tal, ændrer scenarierne sig som følger:

I scenarie 1 så vi på Labs' værdi som US-noterede mellemvækst-SaaS-selskaber med en gennemsnitlig multiple (LTM/NTM) på 8,2x. Denne multipl er nu 6,9x, hvilket betyder, at der nu estimeres en værdi i scenarie 1 for top-10-selskaberne på EUR 98,6 mio. (tidligere EUR 117 mio.).

I scenarie 2 så vi på top-10-selskabernes værdi som US-noterede lavvækst-SaaS-selskaber med en gennemsnitlig multiple (LTM/NTM) på 4x. Denne multipl er nu 2,7x, hvilket betyder, at der nu estimeres en værdi i scenarie 2 for top-10-selskaberne på EUR 38,2 mio. (tidligere EUR 58 mio.).

Det skal bemærkes, at den samlede opgørelse af Labs-selskabernes udvikling i 2025 viser en omsætningsvækst på 12% og en ARR-vækst på 28%. Det betyder, at beregningerne for scenarie 1 og 2 ikke vil være retvisende, da vi anvender ikke-opdaterede 2024-tal for Labs-selskaberne sammen med de seneste multipler¹. Beregningen gennemføres udelukkende for at give perspektiv på, hvordan udviklingen i US-multiplerne påvirker de værdier, der tidligere blev estimeret i de to scenarier.

Såfremt Trifork igen rapporterer regnskabstal for Trifork Labs' ejerandele, vil vi opdatere de to scenarier.

Yderligere detaljer om de to scenarier samt en gennemgang af nogle af de væsentligste selskaber i Labs-porteføljen findes i vores [Trifork initieringsanalyse](#).

Kilde: ¹Cloudeed Judgement 2.27.26, link: <https://cloudedjudgement.substack.com/p/clouded-judgement-22726-the-poison>

Trifork Labs' top-10 - scenarier baseret på US-børsnoterede peers (2/2)

Multipler for US-noterede SaaS-selskaber vs. top-10

Omsætning, den forklarende faktor i US SaaS-selskaber.

Ser vi på værdisætningen af US SaaS-selskaber (Kilde: Jamin Ball), er væksten den helt forklarende faktor. Højvækstselskaber (>25%) handles til næsten 33x omsætningen (LTM), mens mellemvækstselskaber (>15%) handles til omkring 9x omsætningen (LTM), og lavvækstselskaber (<15%) handles til næsten 4x omsætningen (LTM).

US SaaS vs. Top-10

Ser vi vækstmæssigt og baseret på Rule of 40 (indtjeningsmargin + omsætningsvækst), ligger Trifork Top-10-selskaberne (ej korrigeret for Trifork-ejerandel) ikke så langt fra gennemsnittet i gruppen af **højvækst-selskaber**. Korrigerer vi dog for Triforks ejerandel, ligger parametrene et godt stykke under. Dette er også en kategori af selskaber, hvor prisen er sat af få meget højt værdiansatte momentum-AI-aktier, og bør alene af den grund **vurderes som ikke relevant som benchmark** for værdisætning af Top-10-selskaberne.

Ser vi derimod på vækst samt Rule of 40 for **mellemvækstselskaberne** vs. Top-10, og set i lyset af, at Top-10-selskaber generelt ser ud til at være eksponeret mod højere vækst i deres slutmarkeder end softwaremarkedet generelt, synes en sammenligning her, med alle de nævnte forbehold, **at være relevant**. Disse selskaber handles på 7,5-8,8x omsætningen (LTM/NTM), hvor LTM er bedst sammenlignelig med resultaterne vi har fra Trifork Labs, idet det er 2024 tal

Ser vi på de børsnoterede US **lavvækst-selskaber**, ligger top-10 selskaberne både på vækst, samt på Rule of 40, markant over de børsnoterede selskaber. Ser vi mere detaljeret på den store pulje af US selskaber, der ligger i denne kategori, ser Top-10-selskaberne generelt ud til at være eksponeret mod højere vækst i deres slutmarkeder end netop mange af de selskaber. Derfor vurderer vi, at disse selskabers multipler (4,0-4,0x omsætningen) **ikke er den mest relevante benchmark**. Vi har dog medtaget disse i vores scenarie-analyse.

Scenarie 1 (værdi som US mellemvækst-noterede SaaS-selskaber)

Baseret på Top-10-omsætningen på EUR 14,4 mio. (ejerskabskorrigeret) og en gennemsnitlig multiple på både LTM/NTM på 8,2x, giver det en værdi på EUR 117 mio. De resterende 13 selskaber har i Q3 2025 en værdi på EUR 5,9 mio. I alt **EUR 123 mio.** (svarende til 47% højere værdi end den bogførte værdi).

Scenarie 2 (værdi som US lavvækst-noterede SaaS-selskaber)

Baseret på Top-10-omsætningen på EUR 14,4 mio. (ejerskabskorrigeret) og en gennemsnitlig multiple på både LTM/NTM på 4x, giver det en værdi på EUR 58 mio. De resterende 13 selskaber har i Q3 2025 en værdi på EUR 5,9 mio. I alt **EUR 64 mio.** (svarende til 23% lavere værdi end den bogførte værdi).

Multipler US SaaS peers vs. Trifork Labs Top-10

US SaaS Multipler	Vækst	Pris/omsætning		Oms. Vækst		Indtjening Margin	Rule of 40 (margin) LTM
		LTM	NTM	LTM	NTM		
Høj vækst (SaaS)	>25%	33,3x	26,3x	43%	27%	3%	70%
Medium vækst (SaaS)	>15%	8,8x	7,5x	24%	19%	-9%	42%
Lav vækst (SaaS)	<15%	4,0x	4,0x	11%	8%	-2%	29%

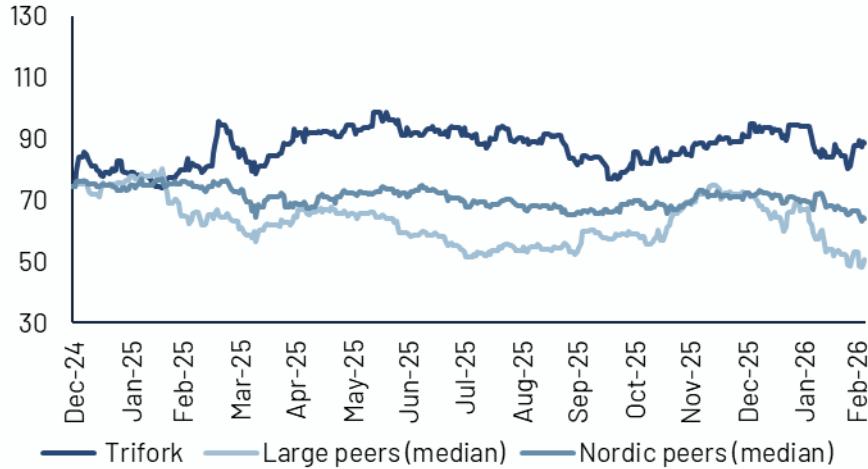
Trifork Labs Top 10	38%	N/A	18%	56%
Trifork Labs Top 10 (ejerskab)	26%	N/A	1%	28%

Kilde Jamin Ball, pr. 31/10/2025. For fuld oversigt over nøgletal og de enkelte selskabers nøgletal: [Cloudeed Judgement 10.31.25 - Cloud Giants Report 03](#)

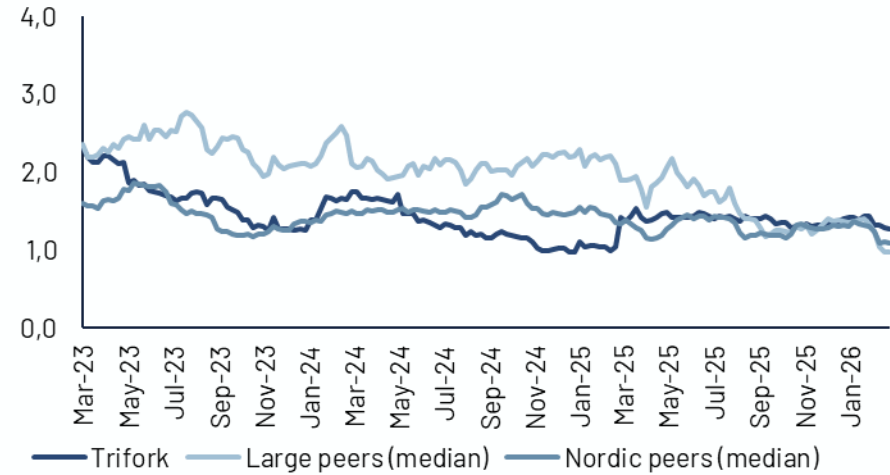
Kilde: HC Andersen Capital initeringsanalyse, Trifork.

Valuation vs. Peers

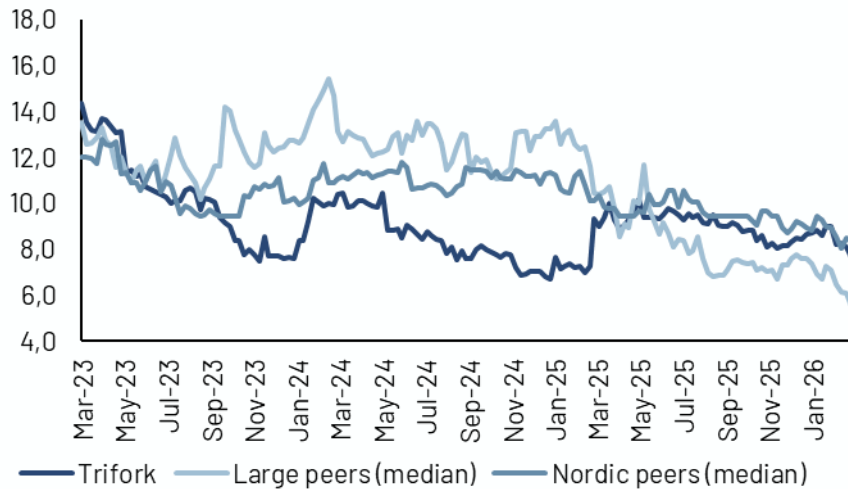
Trifork price return vs peer group median



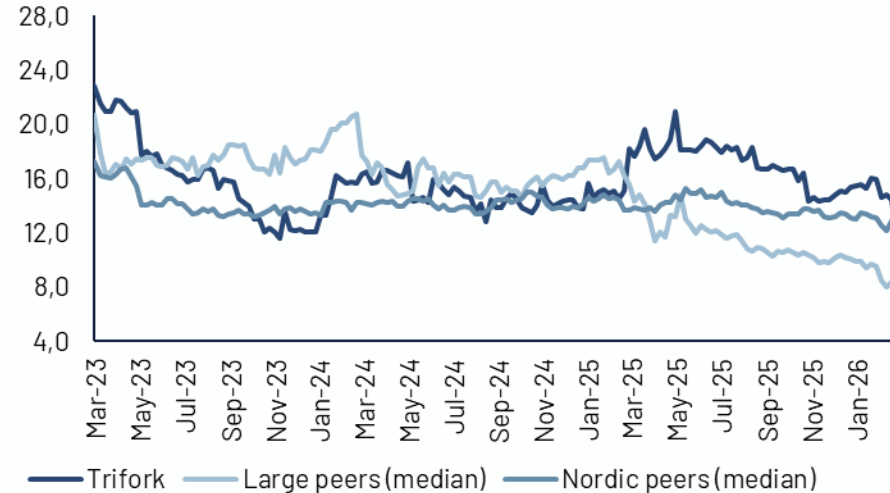
Trifork vs peer group EV/Sales (NTM)



Trifork vs peer group EV/EBITDA (NTM)



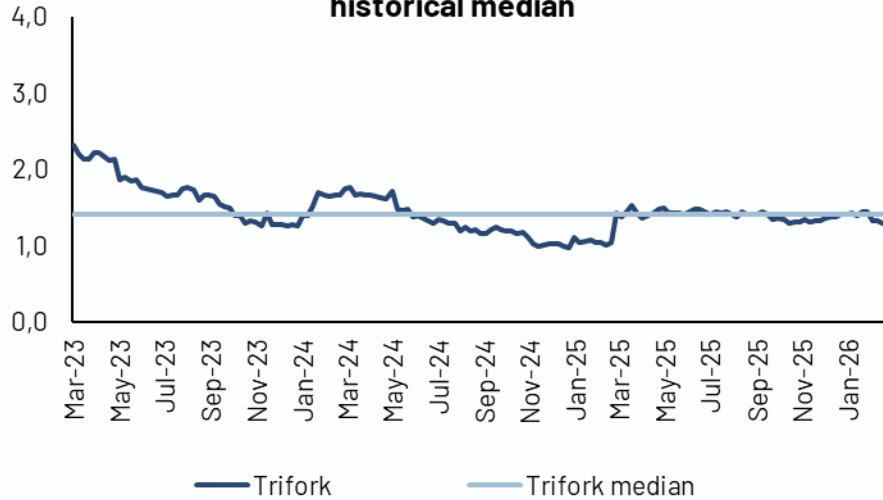
Trifork vs peer group EV/EBIT (NTM)



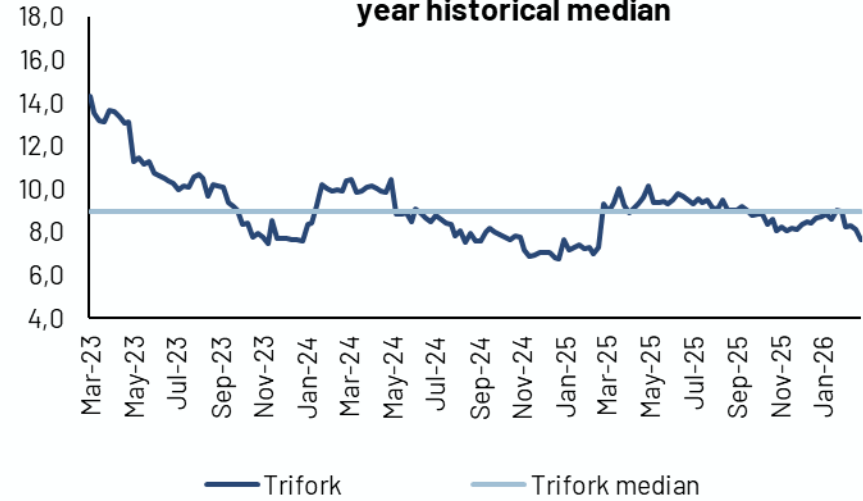
Valuation vs. Historical median



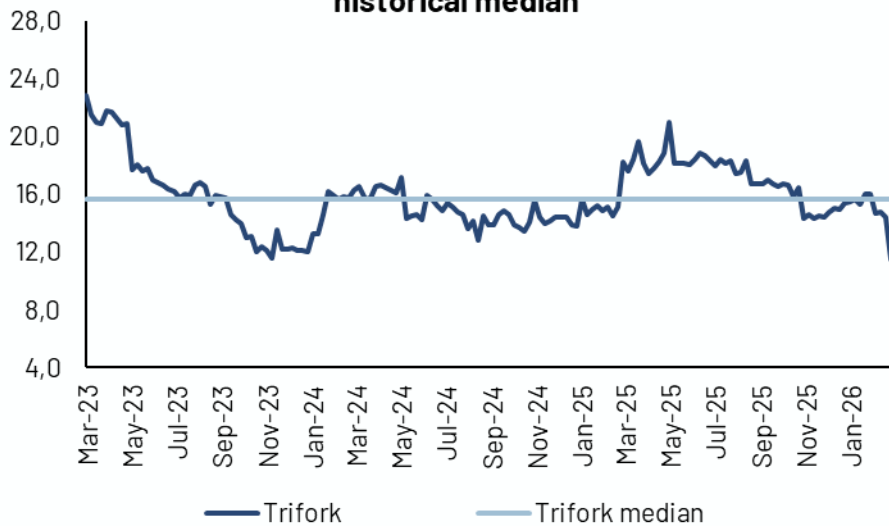
Trifork current EV/Sales multiple (NTM) vs 3-year historical median



Trifork current EV/EBITDA multiple (NTM) vs 3-year historical median



Trifork current EV/EBIT multiple (NTM) vs 3-year historical median



Appendix: Beskrivelse af peers (1/2)



Addnode Group er en svensk koncern, der leverer digitale løsninger og services til både den private og offentlige sektor. Selskabet opererer gennem tre forretningsområder: Design Management, Product Lifecycle Management (PLM) og Process Management. Addnode beskæftiger 3.000 medarbejdere fordelt på omkring 20 virksomheder med tilstedeværelse i 20 lande på fire kontinenter og er blandt de største nordiske aktører inden for digitalt design, softwaredistribution og systemintegration.

Adesso er et tysk IT-konsulent- og softwareudviklingselskab med fokus på digital transformation, cloud-tjenester og skræddersyede softwareløsninger. Selskabet har hovedkontor i Dortmund og beskæftiger over 11.000 medarbejdere. Selskabet opererer gennem to segmenter: IT Services og IT Solutions. Kunderne omfatter både offentlige institutioner og store private virksomheder på tværs af brancher som bank, forsikring, sundhed, energi og offentlig administration, hvor Adesso er blandt de førende udbydere af IT-løsninger på det tysktalende marked.

Bouvet er en norsk IT-konsulent med 2.347 medarbejdere fordelt på 16 kontorer i Norge og Sverige ved udgangen af Q1 2025. Indtægter fra private selskaber udgør ca. halvdelen, mens den offentlige sektor udgør resten. Bouvets største kundesegmenter er olie, gas og vedvarende energi, offentlig administration og forsvar samt energiforsyning.

Columbus er en global IT-service- og konsulentvirksomhed med omkring 1.500 medarbejdere, der specialiserer sig i digital transformation med fokus på fremstillings-, detail-, distributions-, fødevarer- samt life science-industrien. Med hovedkontor i Ballerup, Danmark leverer Columbus løsninger inden for områder som Cloud ERP, Data & AI, Digital Commerce, Cybersecurity og Managed Services.

Digia er et finsk IT-service- og softwareudviklingselskab, der specialiserer sig i dataintegration, forretningsanalyse og softwareudvikling. Selskabet har hovedkontor i Helsinki og beskæftiger omkring 1.600 medarbejdere, der opererer internationalt. Digias omsætning udgjorde 217 mio. EUR i 2025. Digia betjener både private og offentlige kunder med særligt fokus på finanssektoren, den offentlige sektor, sundhed, handel, industri og energi. Selskabet leverer helhedsløsninger inden for digital transformation – fra strategi og design til implementering og drift.

Endava er et globalt IT-serviceselskab med fokus på næste generations IT-løsninger, der understøtter digital transformation. Selskabet har hovedkontor i London, Storbritannien. I regnskabsåret 2025 kom 33% af omsætningen fra det britiske marked, 38% fra Nordamerika og 23% fra Europa. Endava vokser både organisk og gennem strategiske opkøb og har en stærk position inden for betalings- og finansielle tjenester samt sundhed og teknologi.

Exsitec er et svensk IT-konsulentfirma med omkring 840 medarbejdere og over 20 kontorer i Sverige, Norge, Danmark og Finland. Virksomheden hjælper mellemstore virksomheder med at effektivisere deres forretning gennem integrerede digitale løsninger. I første halvår af 2025 kom cirka 65% af omsætningen fra konsulentytelser, mens software samt support og infrastruktur udgjorde henholdsvis omkring 23% og 12%.

Globant er et globalt IT-serviceselskab med fokus på næste generations digital transformation. Selskabet blev grundlagt i Argentina og er registreret i Luxembourg. Med 28.773 medarbejdere ved udgangen af 2025 har Globant en stærk tilstedeværelse i Latinamerika og Nordamerika samt en voksende position i Europa. Globant fører en aktiv opkøbsstrategi for at understøtte vækst. Selskabet betjener primært store private kunder på tværs af sektorer, men udfører også projekter for den offentlige sektor.

Goforeer er et finsk IT-konsulenthus, der leverer rådgivning, udvikling og implementering af digitale løsninger til både private virksomheder og det offentlige. Selskabet beskæftiger omkring 1.800 medarbejdere og har kontorer i 23 byer i Finland, Tyskland, Østrig, Tjekkiet, Spanien og Estland. Gofore har en stærk position i den offentlige sektor og arbejder med store private kunder med fokus på cloud-migration, brugeroplevelse, dataanalyse, AI og digitalisering.

Kainos Group er et britisk IT-serviceselskab med fokus på digital transformation i både den offentlige og private sektor. Selskabet har hovedkontor i Belfast i Nordirland og har over 2.800 medarbejdere i 20 lande. Kainos opererer inden for tre forretningsområder: Digital Services, Workday Services og Workday Products. Digital Services udgør 54% af koncernomsætningen, mens Workday Services og Workday Products udgør henholdsvis 27% og 19%. Sidstnævnte to omfatter implementering og udvikling af løsninger, der komplementerer Workday-plattformen inden for finans, HR og planlægning.

Appendix: Beskrivelse af peers (2/2)



Nagarro er et tysk IT-serviceselskab med fokus på digital transformation, cloud-løsninger og softwareudvikling. Selskabet blev udskilt fra Allgeier SE i 2020 og er børsnoteret på Frankfurt-børsen. Nagarro beskæftiger omkring 17.700 medarbejdere og er til stede i 39 lande. Selskabet har en stærk tilstedeværelse i Centraleuropa, især Tyskland, og i Nordamerika. Kunderne omfatter primært virksomheder inden for finans, industri, software, energi og den offentlige sektor, og selskabet leverer skræddersyede løsninger inden for cloud, dataanalyse, AI og digital produktudvikling.

Knowit er en svensk IT-konsulentvirksomhed med omkring 3.900 medarbejdere og aktiviteter i Sverige, Norge, Danmark, Finland, Polen og Tyskland. Knowit bygger på en konsulentbaseret forretningsmodel og opererer gennem fem forretningsområder: Solutions, Experience, Connectivity, Insight og Products. Selskabet har tætte partnerskaber med bl.a. Microsoft og AWS for at levere løsninger baseret på partnernes teknologier. Den offentlige sektor er i vækst, drevet af norske kontrakter, mens den private sektor udgør størstedelen af omsætningen.

Netcompany er et dansk IT-serviceselskab med næsten 9.800 medarbejdere i mere end 10 lande. Selskabet har en stærk position i Danmark, især inden for den offentlige sektor, og udvider sin tilstedeværelse i Europa med fokus på store offentlige og private projekter – herunder EU-institutioner via Netcompany-Intrasoft. Netcompany driver en konsulentbaseret forretningsmodel, hvor selskabet leverer alle ydelser med egne medarbejdere. I Q4 2025 voksede omsætningen fra den private sektor med 20,7% og fra den offentlige sektor med 5,2% organisk.

NNIT er et dansk IT-serviceselskab, der leverer rådgivning, udvikling, drift og cybersikkerhedsløsninger til private og offentlige kunder. Selskabet har omkring 1.710 medarbejdere og hovedkontor i København. NNIT har historisk haft stærke rødder i life science-sektoren og fokuserer nu også på den offentlige sektor samt IT-transformation, cloud, data og AI. Omsætningen i 2025 udgjorde DKK 1.788 mio., og selskabet forventer at vende tilbage til vækst i 2026.

Reply S.p.A. er et italiensk IT-konsulentselskab med fokus på digital innovation, cloud, AI og datadrevne løsninger. Selskabet har hovedkontor i Torino og er børsnoteret i Milano. Reply beskæftiger over 16.400 medarbejdere i Europa, USA og Sydamerika og arbejder tæt sammen med teknologipartnere som Microsoft, AWS og Google Cloud. Koncernomsætningen i 2024 var EUR 2.296 mio. Kunderne omfatter primært store europæiske virksomheder inden for bl.a. bank, forsikring, telekommunikation og industri, som selskabet hjælper med at implementere skræddersyede digitale strategier.

TietoEVRY er et finsk IT-serviceselskab og en af Nordens største leverandører af digitale tjenester. Selskabet har omkring 14.700 medarbejdere efter frasalget af Tech Services-divisionen til private equity-fonden Agilitas i 2025. Den frasolgte division opererer nu som det selvstændige selskab Vivicta. TietoEVRY blev dannet i 2019 gennem fusionen af Tieto og EVRY og opererer nu gennem fire forretningsområder: Create, Banking, Care og Industry. Selskabet leverer IT-løsninger til offentlig sektor, finans, sundhed og industri, med særlig styrke inden for bank- og betalingssektoren i Norden. Fokusområder omfatter cloud, data, AI, softwareudvikling og managed services.

HC Andersen Capital

HC Andersen Capital digitalizes and democratizes the relationship between investors and listed companies.

Through digital investor events, commissioned research, advisory services, and related IR services, we engage investors with information and access to the companies' management. We want equal access to information for all investors, private as well as institutional.

We believe that all information should be equally accessible for all investors, and that improving the symmetry of information between companies and all investors strengthens company-investor relationships and trust in the financial markets.

Our team of analysts has many years of experience in the financial markets, previously with leading Nordic institutions.

HC Andersen Capital is based in Copenhagen, Denmark, and operates in the Nordics. HC Andersen Capital works closely in partnership with the leading Finnish-based equity research company, Inderes Oyj.

HC Andersen Capital

Bredgade 23B 2. sal
1260 København K, Denmark
CVR: 41474793

All research available at [inderes.dk](https://www.inderes.dk)



Equity research team



Michael Friis
Head of Equities



Rasmus Køjborg
Equity Analyst



Philip Coombes
Equity Analyst



Victor Skriver
Equity Analyst Assistant



Jacob Frehr
Equity Analyst Assistant

Disclaimer



This research report (the "Investment Case") has been commissioned and paid for by the company that is the subject of this report. HC Andersen Capital has received payment from the covered company for the preparation and distribution of this Investment Case.

The information presented in HC Andersen Capital reports is obtained from several different public sources that HC Andersen Capital considers to be reliable. HC Andersen Capital aims to use reliable and comprehensive information, but HC Andersen Capital does not guarantee the accuracy of the presented information. Any opinions, estimates and forecasts represent the views of the authors. HC Andersen Capital is not responsible for the content or accuracy of the presented information. HC Andersen Capital and its employees are also not responsible for the financial outcomes of investment decisions made based on the reports or any direct or indirect damage caused by the use of the information. The information used in producing the reports may change quickly. HC Andersen Capital makes no commitment to announcing any potential changes to the presented information and opinions.

The reports produced by HC Andersen Capital are intended for informational use only. The reports should not be construed as offers or advice to buy, sell or subscribe investment products. This report does not contain and should not be interpreted as containing: (i) price targets or fair value estimates for the company's securities; (ii) buy, sell, hold, accumulate, reduce or any equivalent investment recommendations; or (iii) personalised investment advice. Customers should also understand that past performance is not a guarantee of future results. When making investment decisions, customers must base their decisions on their own research and their estimates of the factors that influence the value of the investment and take into account their objectives and financial position and use advisors as necessary. Customers are responsible for their investment decisions and their financial outcomes.

Reports produced by HC Andersen Capital may not be edited, copied or made available to others in their entirety, or in part, without HC Andersen Capital's written consent. No part of this report, or the report as a whole, shall be

transferred or shared in any form to the United States, Canada or Japan or the citizens of the aforementioned countries. The legislation of other countries may also lay down restrictions pertaining to the distribution of the information contained in this report. Any individuals who may be subject to such restrictions must take said restrictions into account.

The analysts who produce HC Andersen Capital's research cannot have shareholdings in the companies they cover. The remuneration of the analysts who produce the analysis is not directly or indirectly linked to the content, conclusions, or any views expressed in the reports.

HC Andersen Capital or its partners whose customer relationships may have a financial impact on HC Andersen Capital may, in their business operations, seek assignments with various issuers with respect to services provided by HC Andersen Capital or its partners. Thus, HC Andersen Capital may be in a direct or indirect contractual relationship with an issuer that is the subject of research activities. HC Andersen Capital and its partners may provide different services to issuers.

More information about research disclaimers can be found at inderes.dk/research-disclaimer.

This research is produced and distributed in accordance with the EU Market Abuse Regulation (MAR) (Regulation EU 596/2014) and Commission Delegated Regulation (EU) 2016/958. HC Andersen Capital ApS is based in Denmark.



**Connecting investors
and listed companies.**

