

# Trifork

Stærk marginudvikling bekræfter, transformationen mod produkter virker



**Michael Friis**

+45 20 34 94 87

michaelfriis@hcandersencapital.dk



**Victor Skriver**

+45 22 59 27 27

victor@hcandersencapital.dk



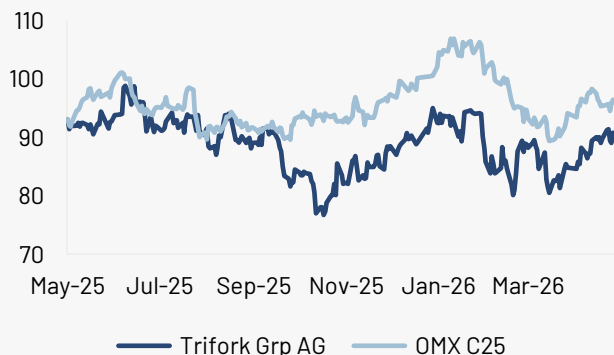
Corporate customer  
Full disclaimer on back page  
06.05.2026 15:00 CET



# Key Financials and Valuation



## Share price



ÅTD:	-3,5%	1 år:	-1,6%
1 måned:	3,3%	3 år:	-40,8%

Note: Vi anvender lukkekursen fra 5 maj 2026.

Kilde: S&P CapitalIQ Pro.

## Financials

EURm	2024	2025	2026E*	2027E*
Revenue	206	221	235	255
Growth	-1%	7%**	7%	8%
Adj. EBITDA	25	30	38	44
Adj. margin	12%	14%	16%	17%
Net income	18	12	17	22
Net debt	46	18	22	-

Market value	194	237	227	-
EV/Sales (x)	1,2	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (x)	9,8	8,5	6,6	5,6
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 03.05.2026. \*\*Der anvendes en rapporteret vækst på 7,2%. Trifork havde en organisk vækst på 7,0% i 2025 efter frasalget af TriforkSecurity.

## Guidance 2026E

	Trifork	Consensus*
Revenue	230 til 240	235
Organic growth	6,7% til 11,3%	6,6%
Adj. EBITDA	35 til 40	38
Adj. EBITDA margin	14,6% til 17,4%	16%

Note: Triforks egne indsamlede konsensusanalytikerestimer for 2026E fra 03.05.2026.

## 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 mere disruptiv AI-verden.

Grundet et lavt investeringsbehov samt høj cash-generering er EV/EBITDA det mest relevante værdiansættelsesmål for IT-sektoren. Trifork handler på 6,6x EV/EBITDA (2026E) og 5,6x (2027E), begge med rabat til peer-medianen på henholdsvis 7,5x og 6,2x. Rabatten synes ikke begrundet i vækstrater eller marginniveauer, men snarere i selskabets størrelse og aktiens likviditet.

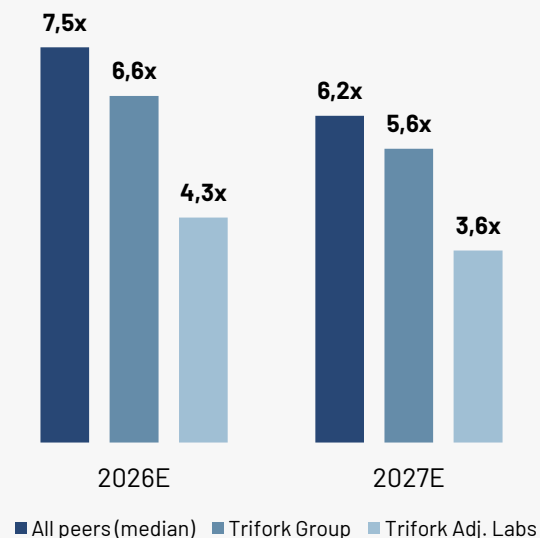
Rabatten bliver endnu mere markant, når der korrigeres for de bogførte værdier i Labs-

forretningen, værdier som ikke genfindes hos peers. Justeret for Labs handler Trifork til 4,3x EV/EBITDA (2026E) og 3,6x (2027E). Disse værdier kan potentielt synliggøres gennem den igangværende strategiske gennemgang, som i Q1 er rykket fra annoncering til aktive dialoger med eksterne parter.

Udover rabatten til peers handler Trifork også under sit historiske gennemsnit (3 år) målt på EV/EBITDA-niveau. Det på trods af tegn på en vending i forretningen sammenlignet med de sidste 3 år.

Triforks stærke cash-generering sammenholdt med et lavt gælds niveau understøtter fremtidige udlodninger, selv med M&A på bordet. I 2026 forventes ca. 5% af aktiekapitalen tilbagekøbt (EUR 10 mio.).

## EV/ Adj. EBITDA multiple



# Investment Case – Produktrevet transformation leverer synlige resultater



## Key Investment Reasons

- Eksposering mod langsigtede strukturelle trends såsom digital health, AI og AI-agenter, cybersikkerhed samt effektivisering af offentlig IT.
- Strategien om at fokusere på produkter og platforme (egenudviklede softwareløsninger) viser allerede solide resultater.
- Høj vækst drevet af fokus på security, compliance og 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 samt mulighed for, at skjulte værdier kan komme frem i lyset.

**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 eksposering 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.
- AI kan kræve nye prismodeller i serviceforretningen, hvilket øger usikkerheden på kort sigt, på trods af Triforks eksposering mod større kunder og regulatoriske områder.
- Svagere makroøkonomiske forhold og lavere vækst kan reducere efterspørgslen efter software- og konsulenttydelser.
- 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 mulighed for eksposering 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

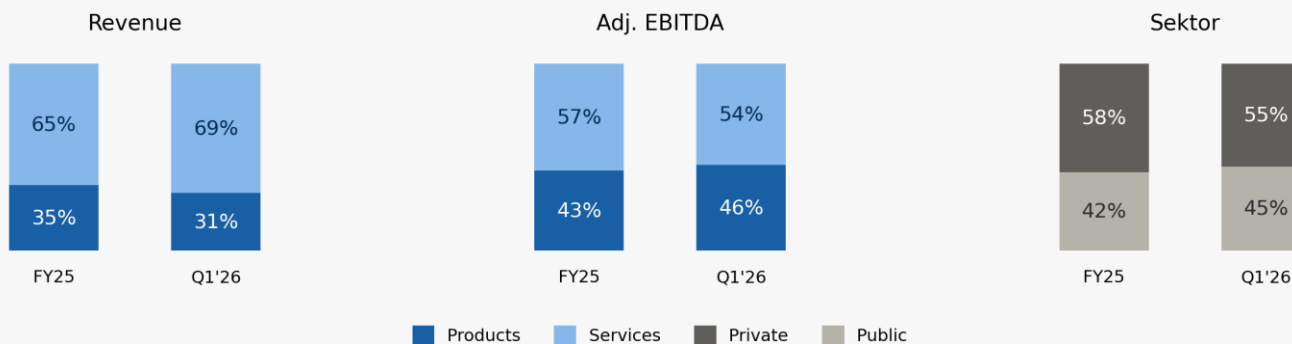


Trifork Group består af to forretningsben: kerneforretningen Trifork samt ventureforretningsbenet Trifork Labs.

På sigt arbejder Trifork mod en balanceret fordeling (50/50) mellem products (egen software og platforme) og services (konsulentydelse). 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 produksalg og i mindre grad være afhængig af store vundne eller tabte udbud. I Q1 2026 ser man allerede tydelige resultater af dette.

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 (~32% 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 78,6 mio. i Q1 2026) 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)		-34,2%	1.118	1.001	6,9%	7,7%	0,8x	0,8x	5,1x	4,8x	15,9%	16,4%
Nordic peers (median)		-12,9%	183	204	3,5%	5,4%	0,9x	1,0x	8,1x	7,0x	13,3%	14,9%
<b>All peers (median)</b>		<b>-16,5%</b>	<b>433</b>	<b>550</b>	<b>3,8%</b>	<b>5,4%</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,8x</b>	<b>7,5x</b>	<b>6,2x</b>	<b>15,0%</b>	<b>15,5%</b>
<b>Trifork Group</b>	<b>DKK 87,6</b>	<b>-3,5%</b>	<b>227</b>	<b>248</b>	<b>6,6%</b>	<b>8,2%</b>	<b>1,1x</b>	<b>1,0x</b>	<b>6,6x</b>	<b>5,6x</b>	<b>16,0%</b>	<b>17,5%</b>
<b>Trifork Adj. Labs</b>	<b>DKK 87,6</b>	<b>-3,5%</b>	<b>227</b>	<b>170</b>	<b>6,6%</b>	<b>8,2%</b>	<b>0,7x</b>	<b>0,7x</b>	<b>4,3x</b>	<b>3,6x</b>	<b>16,9%</b>	<b>18,3%</b>

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

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 58,4	-34,2%	374	638	6,9%	9,3%	0,4x	0,4x	4,5x	3,9x	8,7%	9,2%
Endava plc	USD 4,2	-34,2%	188	396	8,9%	9,8%	0,5x	0,4x	3,9x	3,1x	12,0%	14,3%
Globant S.A.	USD 40,1	-38,7%	1.479	1.771	-4,4%	4,1%	0,8x	0,8x	4,2x	3,9x	19,9%	20,4%
Kainos Group plc	GBP 8,3	-17,6%	1.118	1.001	1,1%	5,3%	2,0x	1,8x	12,8x	10,8x	15,9%	16,4%
Nagarro SE	EUR 43,7	-42,7%	541	798	15,3%	14,9%	0,8x	0,7x	5,1x	4,8x	15,1%	15,5%
Netcompany Group A/S	DKK 377,0	5,3%	2.273	2.722	3,0%	5,1%	2,2x	2,0x	12,2x	10,6x	17,8%	19,1%
Reply S.p.A.	EUR 96,9	-15,5%	3.612	3.148	18,6%	7,7%	1,2x	1,1x	6,,5x	6,1x	18,2%	18,3%
<b>Average (mean)</b>		<b>-25,4%</b>	<b>1.369</b>	<b>1.496</b>	<b>7,1%</b>	<b>8,0%</b>	<b>1,1x</b>	<b>1,0x</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,2x</b>	<b>15,4%</b>	<b>16,2%</b>
<b>Median</b>		<b>-34,2%</b>	<b>1.118</b>	<b>1.001</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,7%</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,8x</b>	<b>5,1x</b>	<b>4,8x</b>	<b>15,9%</b>	<b>16,4%</b>

## 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 47,3	-51,2%	592	798	4,4%	4,4%	1,4x	1,4x	7,6x	7,2x	18,8%	19,0%
Bouvet ASA	NOK 52,1	-15,4%	493	462	5,7%	6,3%	1,2x	1,1x	8,1x	7,6x	14,8%	14,9%
Columbus A/S	DKK 9,9	5,1%	169	189	2,5%	N/A	0,9x	N/A	9,7x	N/A	9,0%	N/A
Digia Oyj	EUR 5,9	-8,9%	156	180	2,9%	3,3%	0,8x	0,8x	7,3x	6,3x	11,1%	12,3%
Exsitec Holding AB (publ)	SEK 110,5	-26,6%	137	161	4,1%	6,9%	1,9x	1,8x	8,2x	7,6x	22,8%	23,0%
Gofore Oyj	EUR 11,3	-13,4%	183	201	19,7%	5,1%	0,9x	0,8x	7,3x	6,1x	11,8%	13,4%
Knowit AB (publ)	SEK 79,3	-31,7%	200	231	-3,7%	5,4%	0,4x	0,4x	5,2x	4,3x	8,6%	9,9%
Netcompany Group A/S	DKK 377,0	-5,3%	2.276	2.725	18,6%	7,7%	2,2x	2,0x	12,2x	10,6x	17,8%	19,1%
NNIT A/S	DKK 43,4	-12,9%	145	186	1,4%	7,5%	0,8x	0,7x	7,9x	6,1x	9,7%	11,6%
Tieto Oyj	EUR 19,8	10,9%	2.291	2.666	-4,0%	2,8%	1,5x	1,5x	8,4x	7,9x	17,9%	18,4%
<b>Average (mean)</b>		<b>-13,9%</b>	<b>664</b>	<b>780</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,5%</b>	<b>1,2x</b>	<b>1,2x</b>	<b>8,2x</b>	<b>7,1x</b>	<b>14,2%</b>	<b>15,7%</b>
<b>Median</b>		<b>-12,9%</b>	<b>183</b>	<b>201</b>	<b>3,5%</b>	<b>5,4%</b>	<b>0,9x</b>	<b>1,0x</b>	<b>8,1x</b>	<b>7,0x</b>	<b>13,3%</b>	<b>14,9%</b>

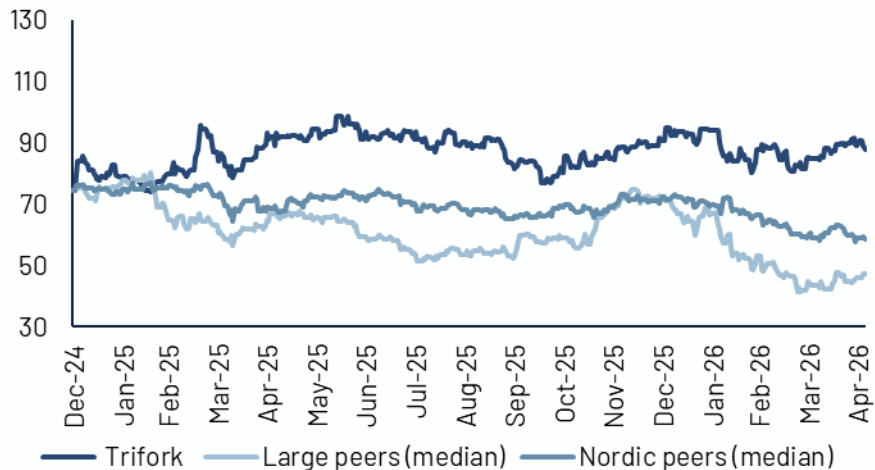
Note: Data fra 05/05/2026

Source: S&P Capital IQ

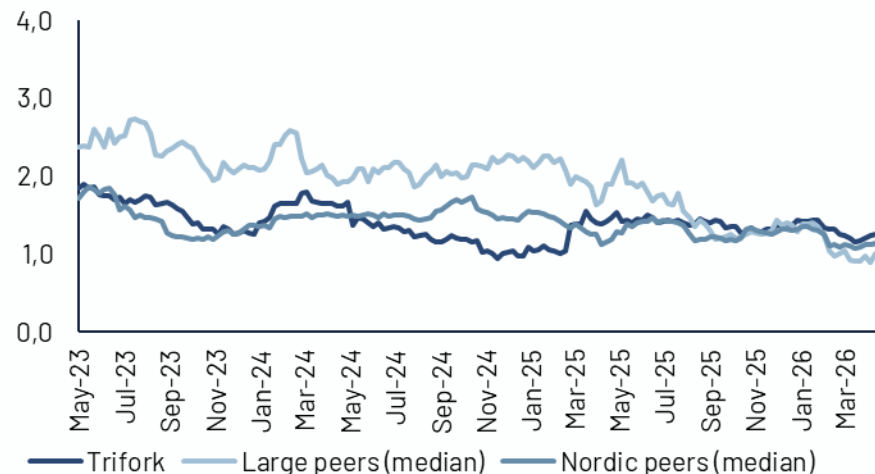
# Valuation vs. Peers



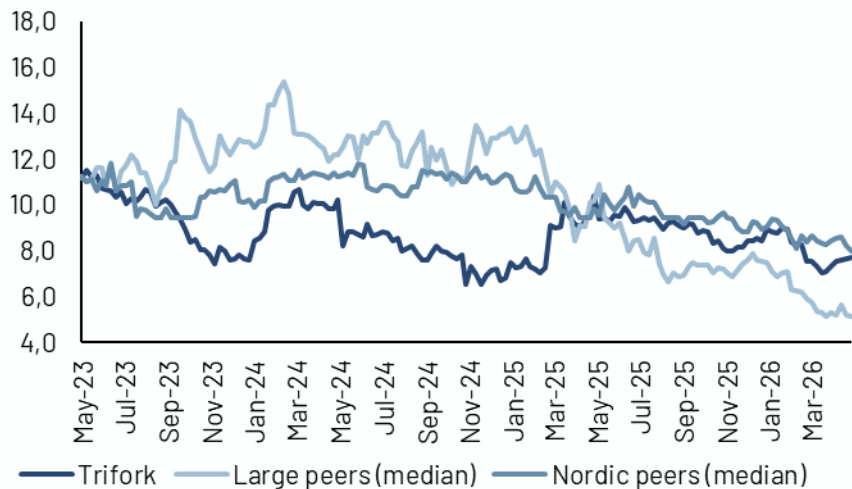
### Trifork price return vs peer group median



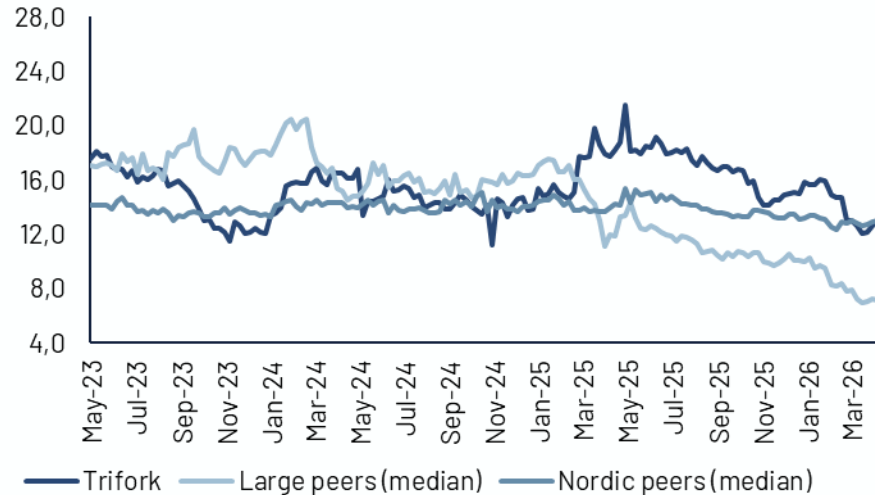
### Trifork vs peer group EV/Sales (NTM)



### Trifork vs peer group EV/EBITDA (NTM)

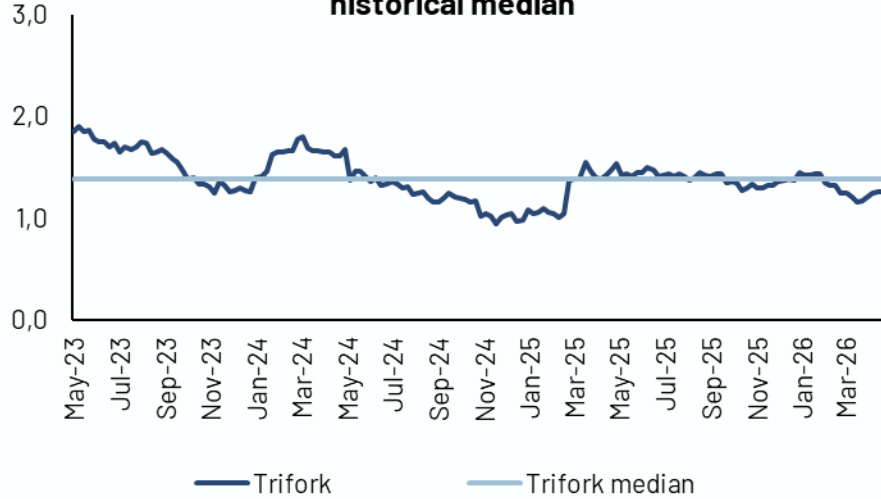


### Trifork vs peer group EV/EBIT (NTM)

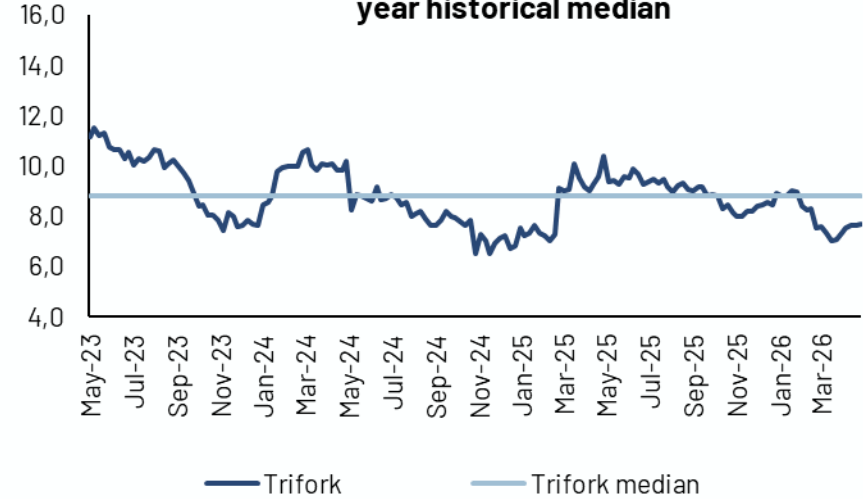


# Valuation vs. Historical median

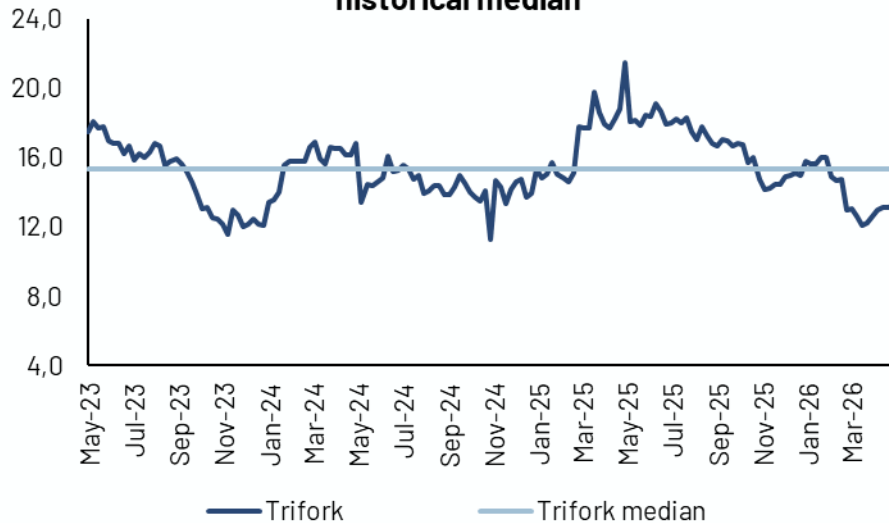
**Trifork current EV/Sales multiple (NTM) vs 3-year historical median**



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



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



# 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.

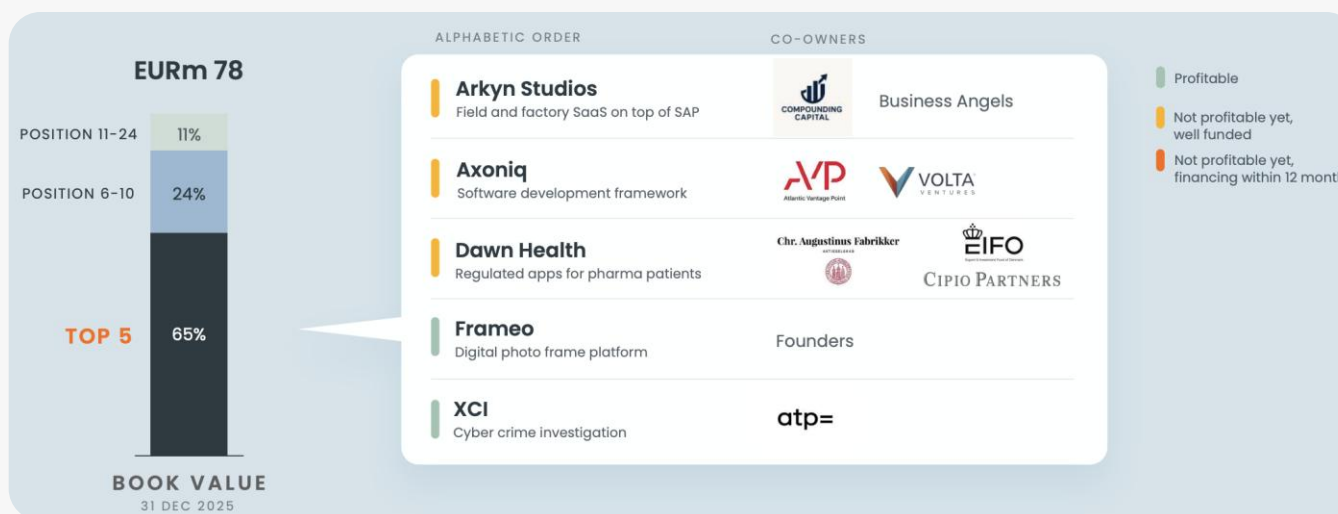
**Konservative værdiansættelsesmetoder og ekstern validering:** En risiko ved venture- og private equity-investeringer er, hvordan fonde opgør værdierne. På de mere likvide børsnoterede markeder ses ofte en forsinket effekt i prissætningen af unoterede selskaber relativt til de noterede markeder.

**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.

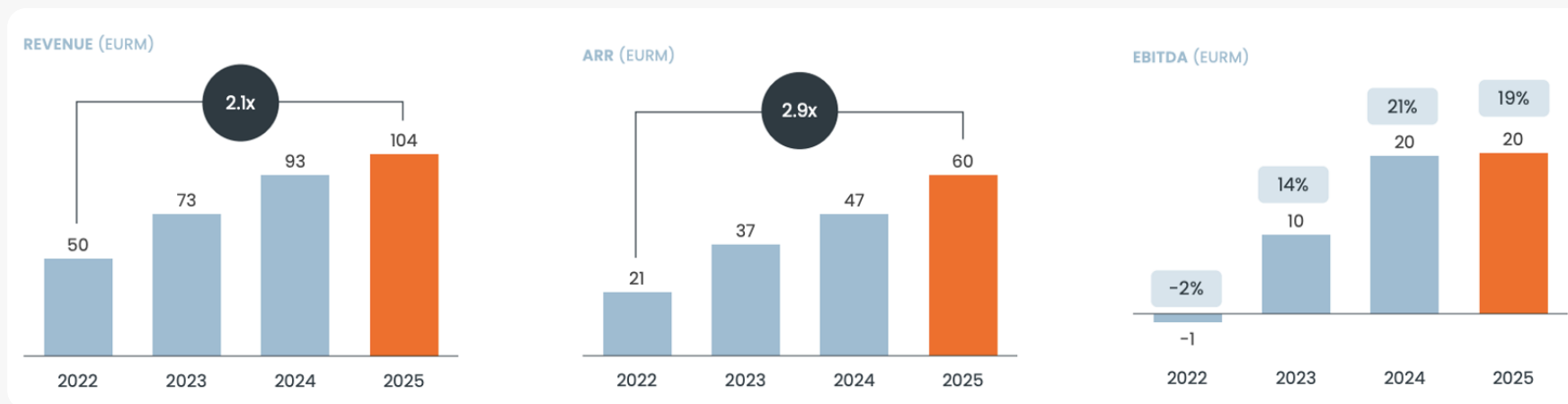
**Flere selskaber er blevet nævnt som mulige exit-kandidater:** Såfremt der ikke gennemføres et samlet, delvist salg af porteføljen, findes der individuelle selskaber med exitpotentiale. Frameo, hvor Trifork ejer 6,2%, har ifølge den seneste tids presseomtale klart indikeret et muligt delvist salg. Midt 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, modsvarses 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



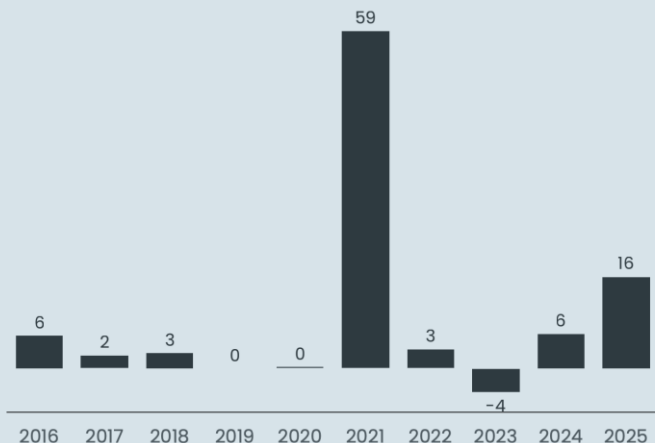
**Rugekasse for hovedforretningen samt et venture-ben:** Trifork Labs leder de venture-finansierede aktiviteter i Trifork Group og har igennem 20 år grundlagt, medgrundlagt og investeret i innovative softwarevirksomheder. Forretningsbenet består aktuelt af minoritetsandele i 24 virksomheder, hvoraf en 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.

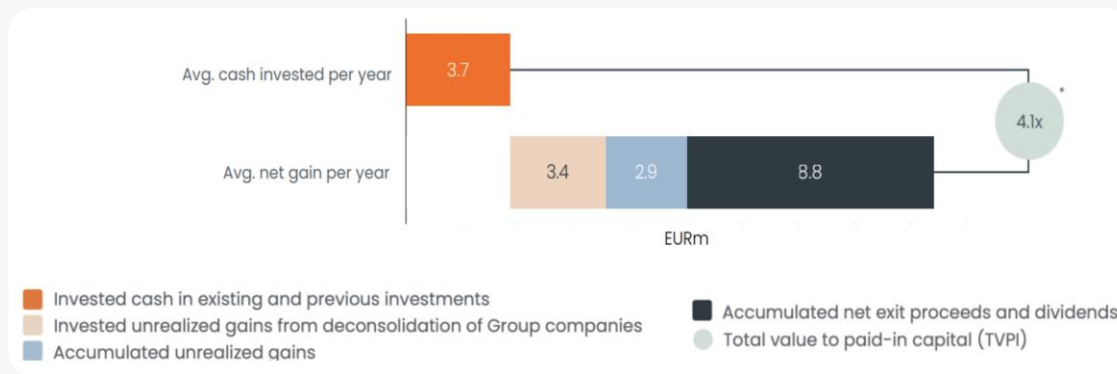
**Værdiskabelse:** Trifork har siden 2020 realiseret akkumulerede værdier for EUR 80,0 mio., hvilket understreger, at forretningsbenet historisk har skabt betydelig værdi for investorerne. Som ofte set inden for ventureinvesteringer vil værdiskabelsen typisk være drevet af enkelte år med større frasalg. 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.

# 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 11.300 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 ca. 2.350 medarbejdere fordelt på 16 kontorer i Norge og Sverige ved udgangen af Q3 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.

**Gofore** 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 ca. 58% af koncernomsætningen, mens Workday Services og Workday Products udgør henholdsvis ca. 23% og 19% i regnskabsåret 2025 (afsluttet 31. marts 2025). Sidstnævnte to omfatter implementering og udvikling af løsninger, der komplementerer Workday-platformen 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 18.000 medarbejdere og er til stede i 38 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 3.700 medarbejdere og aktiviteter i Sverige, Norge, Danmark, Finland, Polen, Serbien 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 16.600 medarbejdere i Europa, USA og Sydamerika og arbejder tæt sammen med teknologipartnere som Microsoft, AWS og Google Cloud. Koncernomsætningen i 2025 var EUR 2.484 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.

**Tieto** (tidligere TietoEVRY) er et finsk IT-serviceselskab og en af Nordens største leverandører af digitale tjenester. Selskabet har ca. 15.000 medarbejdere efter frasalget af Tech Services-divisionen til private equity-fonden Agilitas i 2025. Den frasolgte division opererer nu som det selvstændige selskab Vivicta. Selskabet skiftede i november 2025 navn tilbage til Tieto for at afspejle et skærpet fokus på kernevertikale softwareforretninger og digital rådgivning. Tieto opererer nu med en årsindtægt på ca. EUR 2 mia. og 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](https://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.

