

Konklusion

Som investering ligger potentialet i Trifork i vækstplanerne og den teknologiske værdi af virksomhedens kompetence. Isoleret set ud fra den forventede indtjening, der endog skønnes at stige meget kraftigt i indeværende år, er der derimod ikke tale om en opsamlingschance med lav pris. P/E ligger på ca. 19, og af indre værdi på 2,22 efter udbytte beror ¾-dele på immaterielle aktiver. Til gengæld må selskabet anses at være på rette vej med høj sandsynlighed for at kunne gennemføre de lagte planer om en fordobling på 5 år.

Sammenlignet med andre danske selskaber i IT-sektoren fremstår Trifork med en robust økonomi og moderat følsomhed samt en offensiv vækststrategi for andre lande. Aktien er derfor en interessant langsigtet placeringsmulighed. Tidsmæssigt indeholder segmentet for mobil-netbank løsninger et ekstra aspekt omkring stor fremgang i de næste par år, dvs. en chance for en form for Windfall Profit ved at være placeret på rette sted til rette tid med rette produkt.



Aktuel Kurs: 13,0

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 228 mio. DKK

Antal aktier: 18 mio. styk (heraf 0,437 mio. egne aktier)

Næste regnskab: Halvårsregnskab den 25-08-2011



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fastholder i Q1-meddelelsen forventning om en omsætning på 170 mio. kr. (+20 %) og et EBITDA resultatbidrag på 25 mio. kr. (+25 %). Q1 har haft en vækst på 19 % i omsætning og opnået en EBITDA-margin på hele 18 %. Væksten i år skal komme i Finance segmentet og Academy. Public påregnes at få en mindre nedgang. Et nyt kontor åbnes i år i London. En aftale er indgået med Basha Technologies Inc., USA, om salg af dets Riak produkt i Europa og en ejerandel til Trifork heri.

Anbefaling:

Kort sigt: Hold

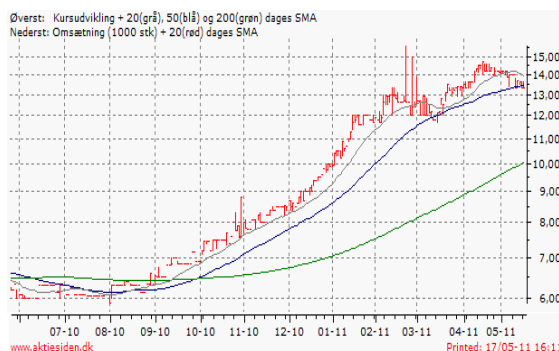
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 10 – 15

Kursudvikling 12-18 mdr.: 12 – 18

Tidligere anbefaling Kort/Lang: Kurs 13,1 Hold/Køb (21-03-11)

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	15,6
Lav	5,9



Muligheder

En ambitiøs 5 årig plan med 20 % årlig vækst er sat i gang. Etablering internationalt skal udnytte kompetencerne og styrke konkurrenceevnen. Finansielle kunder er første led i denne indsats (mobil-netbank). Behovet for kapital til væksten er lavt pr. arbejdsplads. Generelt giver strukturen med langsigtede relationer til kunderne et godt grundlag af kontinuerede indtægter. Opgaver for den offentlige sektor (med sundhed som speciale) baseret på åbne systemer er i en indledende fase. Evnen til at akkumulere viden og nyttiggøre denne fremover indebærer en skjult værdistigning over tid.

Risici

Tilgangen af opgaver er en flaskehals. Fastholdelse af en positiv reputation baseret på succes i forløbet af projekterne er afgørende for forlængelse og opnåelse af nye kontrakter. Besparelser hos kunderne kan forsinke og reducere orderne. Udviklingen i konkurrencen er vigtig. Lave barrierer for nye aktørers indtrængning udgør en vedvarende trussel i en dynamisk branche som IT. Tilsvarende pres gælder for Trifork's evne til at fastholde sine medarbejdere. Højt aktivitetsniveau i forhold til kapitalgrundlaget og planen for ekspansion internationalt stiller krav til stram økonomisk styring, dvs. høj operationel risiko.

Facts om Trifork

Virkefelt: Selskabet er et IT-hus med aktivitet opbygget omkring både konsulentopgaver og egne produktløsninger. Det suppleres af konference- og kursusvirksomhed på højt niveau inden for IT, benævnt Academy. Kundesiden er koncentreret om den offentlige sektor (Public) og finansbranchen (Finance). Danmark er udgangspunktet, men ledelsen ønsker at opbygge en omfattende virksomhed i udlandet i de kommende fem år. Første sted er Zürich, Schweiz, der startede for et år siden og nu omfatter knapt 20 medarbejdere. Et kontor åbnes i London i 2011. Målet for væksten i omsætning 3-5 år frem er 15-25 % p.a. I 2015 påregnes derfor opnået en omsætning på ca. 400 mio. DKK.

Geografisk fordeling af omsætningen i procent: Danmark 85, EU 7, Øvrige 8 %.

Segment: Public 57, Finance 25, Academy mv. 18 %.

Ledelse: Jørn Larsen er adm. direktør; Johan Blach Petersen er formand for bestyrelsen.

Medarbejdere: 101 (+20 i det associerede selskab i Schweiz). Personalet er fordelt 81/19 på mænd/kvinder. Andelen med en uddannelse på minimum Bachelor-niveau er 84 %. Høj tilfredshed ses af lavt sygefravær (1,7 %) trods en gennemsnitlig arbejdstid på 38,5 timer.

Ejerforhold: Trifork Holding ApS 24,95 %, Blackbird Holding ApS 23,14 %, Kresten Krab Thorup Holding ApS 16,44 %. Førstnævnte ejes 50/50 af de to sidstnævnte, der hhv. ejes af selskabets CEO Jørn Larsen og selskabets CTO Kresten Krab Thorup. Tilsammen ejer disse altså 64,5 %. Selskabet ejer 2,4 % egne aktier. Øvrige aktionærer (free flow) udgør 33 %.

Beskrivelse

Selskabet er stiftet i 1996, men en form for genstart fandt sted i 2003 efter et givtigt frasalg af andelen i ACURE til Maersk Data. Aktiviteten er opdelt i tre segmenter: Public, Finance og Academy.

Anvendelse af Open Source er centralt, og Trifork opfatter sig selv som kundernes "Software Pilots". Metodemæssigt arbejder Trifork efter Scrum. Brugen af såkaldt agile udviklingsmetoder som Scrum tillader, at Trifork i tæt samarbejde og dialog med kunden fokuserer udviklingsindsatsen på de 10 % funktionalitet, der er allervigtigst for kunden. Denne isolerede del udvikles og afleveres til gengæld i løbet af få uger – og ikke halve til hele år som i et traditionelt udviklingsforløb. Hermed opnår kunden dels, at kernetdelen af systemet meget hurtigt kan sættes i drift, dels at udviklingsomkostningerne reduceres og anvendes til kernefunktionaliteten. For Trifork betyder det "Long Tail" karakter af opgaverne som et positivt element, hvorved man beholder kundekontakt og indtægter.

De konsulentlignende opgaver for offentlige institutioner har dette præg. Akkumulering af viden inde i sin egen organisation er Triforks sidegevinst (kompetenceopbygning), mens der ikke direkte opnås rettighed til systemløsninger, som så kan duplikeres og sælges til anden side. Det fremkommer indirekte i form af rettigheder og viden, der kan bruges til at arbejde videre ud fra. Jo større format selskabet opnår, des større opgavedele vil man kunne klare af de samlede projekter - og dermed øges værdien hos Trifork via den løbende kompetenceopbygning. Evnen til at løfte nye og større opgaver øges hele tiden. Et eksempel er den succesfulde udvikling i 2010 af en mobil-netbank løsning udført for Danske Bank, der har rustet selskabet til at løfte lignende opgaver og videreudvikle konceptet. Trifork har nu leveret mere end 20 forskellige løsninger af denne type, og man anser sig for førende omkring denne nye servicemethode.

Høj kvalitet og tilfredshed med Trifork's løsninger er en vigtig parameter i konkurrencen og medvirkende til at opnå adgang til at tilbyde deltagelse i nye projekter. Senest er Det Fælles Medicinkort, som er blevet udført af Trifork, blevet tildelt Digitaliseringsprisen (Velfærd).

Egne systemløsninger indgår ligeledes, og på det felt er finansielle kunder i centrum. Man råder over de to systemløsninger, Panteos og Pant400, der er avancerede IT-løsninger til håndtering af pantebreve. Førstnævnte blev udviklet i 2005-06, mens Pant400 indgik via købet i 2007 af firmaet Delta Software. Trods Finanskrisen og orienteringen mod det danske marked har man klaret sig tilfredsstillende.

Academy arrangerer møder, kurser og konferencer for IT-sektoren med vægt på udviklingen i spidskompetencerne. De relancerede varemærker er GOTO Conferences og QCon. Hensigten er at opretholde en platform for udveksling af viden om udviklingen i sektoren, hvorved man både sikrer sig inspiration til eget brug i udførelsen af opgaverne og samtidig over for kunder og mulige nye medarbejdere får lejlighed til at profilere sig. Netværksopbygning er blevet en vinkel, som aktivt søges udviklet til gavn for deltagerne personligt og deres firmaer såvel som Trifork selv. Desuden giver disse Events et indblik i markedsmulighederne internationalt til brug i den nye vækstplan. Formatet er stort med GOTO arrangementer i London, Zürich, New York, San Francisco, Melbourne og Sydney ud over hjemstedet i Århus. København, Amsterdam og Prag vil blive de næste steder.

Aktiviteten er samlet i Århus, hvor man råder over 1.400 kvm., og i Tåstrup med 1.100 kvm. I Schweiz er der via et datterselskab købt 33,4 % af virksomheden aragost Trifork, og her er Finance sigtet på salgssiden. I London åbnes et kontor i år med fokus på Finance.

Økonomien bærer præg af den unge alder for selskabet, opbygning via overtagelse af andre selskaber og udgifter til udvikling af egne systemer. De afholdte beløb hertil forekommer dog moderate, og afkastet i de kommende år skal retfærdiggøre den bogførte værdi af de immaterielle aktiver (29 mio. kr.). Kapitalbindingen i virksomheden i form af fysiske anlægsaktiver og nettodriftskapital udgør derimod kun 15 mio.kr., svarende til ca. 150.000 kr. pr. arbejdsplads. Mulighed for opskalering (vækst) er derfor til stede uden bremse fra mangel på kapital. Det er et vigtigt led i strategien, der sigter mod en årlig stigningstakt på 20 %. Andelen af udenlandsk aktivitet påregnes at stige stærkt i de kommende år. Udfordringen bliver derfor i højere grad styring og kontrol end selskabets begrænsede økonomiske ressourcer.

Fremtidsudsigter

Sidste år opnåedes et niveauskift i indtjening, og man fik styr på alle aktiviteter selv om Academy ikke var tilfredsstillende. Dette solide grundlag skal være udgangspunkt for international etablering og vækst. Den stærke position indenfor mobil-netbank løsninger medvirker til ledelsens interesse for at udnytte markedsmulighederne inden det tidsmæssige forspring indhentes af andre. Mulighederne er der nu, og behovet hos brugerne fremkommer efterfølgende, da IT er udbudsrevet og i reglen selv trækker efterspørgslen op.

I år er der udsigt til en forskydning mellem segmenterne. Public segmentet forventes at stabilisere sig med et mindre fald i omsætningen, mens Finance skal foretage et ryk frem både i omsætning og resultat. Vækstmulighederne er store for udbredelse af produktløsninger med mobil-netbank. De to udenlandske enheder i Zürich og det nye datterselskab i London skal også satse på at udnytte Trifork's kompetence på dette felt. Ud fra styrkepositionen burde indtjeningen kunne blive solid og risikoen være moderat - uanset det vil kræve en stor indsats i videre udvikling, modificering, tilpasning osv. For Trifork er det en spændende chance for at placere sig teknologisk i front.

Public er fokuseret på sundhedsvæsenet i Danmark med sygehuse som den centrale kundegruppe. Store udviklingsmuligheder findes for systemløsninger, der kan sikre hurtig og sikker adgang til de relevante data. Det gælder i særdeleshed i behandlingen af personer med akut behov for hjælp. Selskabets stilling som kvalificeret leverandør i dette segment er i top i Danmark, men strukturen for sygehuse er ændret og vigtige beslutninger om IT samles. Trifork er som leverandør afhængig af politisk bestemte forhold om udgifter og tidsplaner.

Selskabet har indledt to interessante samarbejder. Det ene drejer sig om en aftale med Basho Technologies, Inc., USA, for metoder til at sikre konstant adgang til IT-systemerne, der jo er en særlig kritisk faktor på akut-afdelinger. Såfremt denne partners koncept indfrier forventningerne, kan det blive et vigtigt supplerende produkt. Den anden aftale drejer sig om indhold i form af et samarbejde med Instruksen.dk, der er en lægefaglig database til støtte i praktisk brug. Perspektivet er her at etablere en form for Smartphone-baseret informationsadgang. Sikker IT-drift med trådløst udstyr har lighed med løsningerne til mobil-netbank.

Academy's indtjening skal igen bringes op på et solidt niveau. Samtidig udvides omfanget af arrangementer med flere storbyer. Dette segment har i øjeblikket karakter af et supplement til de to andre, der udgør drivkraften og kernen i forretningen.

Trinvis etablering i udlandet ser ud til at blive vejen frem. Zürich åbnede i 2009/10. Et datterselskab i London kommer i år. Kravet til direkte indsats af penge er lavt isoleret betragtet, dvs. forudsat man ikke bliver for kraftigt belastet af underskud i opstartsperioden og undgår de fælder, der ofte rammer nybegyndere pga. iver for at opnå ordrer og dermed risiko for at blive ramt af tab på svære opgaver. Realistisk set må det antages, at hver af de påtænkte nye enheder kun vil kræve 3-5 mio. kr. i startkapital. Der er nemlig et forholdsvis beskedent behov for faste aktiver. Den eksisterende virksomheds Cash Conversion af indtjeningen må skønnes at blive høj, således at man vil være i stand til selv at finansiere ekspansionen. Risikoen i forløbet er derfor det vigtigste punkt, dvs. krav til styring og kontrol.

Indtjeningsmæssigt vil de nye driftsenheder belaste i startfasen. Med en trinvis igangsættelse vil det være muligt at gøre brug af erfaringerne fra de første datterselskaber, ligesom man helt kan stoppe ekspansionen, hvis noget går alvorligt galt. På langt sigt indebærer vækstplanen et stort perspektiv for indtjeningen. Da der ikke påtænkes foretaget opkøb, vil der ikke være nogen udgift til afskrivning af goodwill, men til gengæld må der påregnes et par år med underskud eller minimal indtjening i startfasen.

Til trods for opstartsbelastningen er der udsigt til, at indtjeningsbidraget fra den eksisterende aktivitet vil vokse hurtigere. Afskrivning på immaterielle aktiver (A for amortisering i EBITDA-begrebet) må formodes at holde sig konstant i de kommende fem år, mens EBITDA indtjeningsbidraget må antages at stige i takt med omsætningen, dvs. 20 % om året. Efter niveauskiftet i indtjeningen sidste år er der mulighed for allerede i 2011 at nå op på en overskudsgrad (EBIT) på 10 %. Set frem mod 2015 ser niveauet for EBIT-marginalen ud til at kunne stige til 12-13 %. I praksis vil man næppe kunne gennemføre et så stort ekspansionsprogram med fordobling af virksomheden i løbet af kun fem år uden tilfælde af negative afvigelser, men der burde være råd hertil.

Aktien som investering

Med en P/E på 19 er aktien ikke billig, men tallet kan retfærdiggøres af de store vækstplaner. I en sammenligning med andre danske IT-selskaber er et P/E tal på 19 imidlertid lavt jf. nedenfor. Aktien er præget af lav likviditet på Børsen, men det er lykkedes ledelsen at skabe mere opmærksomhed omkring aktien med stigende handel på Børsen til følge. Selskabet anses for at være på rette vej med høj sandsynlighed for at kunne gennemføre de lagte planer om en fordobling på 5 år.

Danske IT aktier	Børskurs	Børsværdi mio. kr.	P/E(11E)
SimCorp	916	4.214	23
Columbus IT Partner	2,46	260	29
Trifork	13,0	228	19
cBrain	3,90	78	32

Sammenlignet med andre danske selskaber i IT-sektoren fremstår Trifork med en robust økonomi og moderat følsomhed samt en offensiv vækststrategi for andre lande. Aktien er derfor en interessant langsigtet placeringsmulighed. Tidsmæssigt indeholder segmentet for mobil-netbank løsninger et ekstra aspekt med mulig ekstraordinær stor fremgang i de næste par år, dvs. en chance for en form for Windfall Profit ved at være placeret på rette sted til rette tid med rette produkt.

Regnskabstal

mio. DKK	2007	2008	2009	2010	2011E
Omsætning	57,5	97,9	122,4	142,0	170,0
EBITDA	9,6	11,2	10,6	20,1	25,0
EBIT	5,8	6,1	5,2	11,9	17,0
Resultat før skat	5,3	4,1	4,1	11,8	16,7
Nettoresultat	3,5	2,9	1,8	8,1	12,0
Balance	60	77	80	83	95
Nettofinansposition	7	-12	-3	-1	6
Immaterielle aktiver	23	24	31	29	26
Egenkapital	36	38	37	41	51
Antal ansatte	69	86	109	101	112
Lønsum mio. DKK	32	49	72	67	76
Res. pr. aktie DKK	0,19	0,16	0,12	0,48	0,68
Udbytte i DKK	0,07	0,10	0,10	0,15	0,18
Indre værdi i DKK	1,99	2,10	2,08	2,37	2,85
Overskudsgrad %	10,1	6,2	4,2	8,4	10,0
Egenkapitalforr. %	9,7	7,8	4,7	20,6	26,1
Egenkapitalandel %	60	49	46	51	55

Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning af Trifork A/S, og Aktieinfo har modtaget honorar for udfærdigelsen af denne analyse, der desuden har været forelagt selskabet. Analysen og konklusionerne heri er alene udarbejdet af Aktieinfo. Aktieinfo, John Stihøj og/eller Lau Svenssen ejer aktier i Trifork A/S på tidspunktet for analysen. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af ovennævnte oplysninger, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.

