

## Konklusion

Trifork har i første halvår fortsat selskabets internationalisering. Det er sket ved at øge ejerandelen i Basho Technologies og med et køb af 50,01% af aktierne i Erlang Solutions Ltd., der driver virksomhed i England, Sverige og Polen. Begge selskaber besidder viden, som passer godt til Triforks virkefelt, der dermed styrkes. Trods en målsætning om åbning af nye kontorer i flere europæiske lande i nær fremtid, har bundlinjevækst højere prioritet end omsætningsvækst. Ikke desto mindre er målsætningen fortsat at øge omsætningen med 15-25% p.a. i de næste 3-5 år. For at styrke positionen indenfor Public Segmentet har man købt en væsentlig ejerandel af Diagnosekunder.dk og Instruksen.dk. Andet kvartal er for så vidt angår Public blevet markant negativt påvirket af en ændret fortolkning af udbudsreglerne og anvendelsen af infrastrukturkonsulenter i den offentlige sektor i Danmark. Forventede og planlagte ordrer er derved blevet udskudt af kunderne. Trifork har straks omstillet sig til denne proces og allerede bestået de første, vigtige prækvalifikationsrunder. Trods den midlertidige opbremsning vurderer vi, at der fortsat er store vækstmuligheder for Trifork i arbejdet med brug af fx digital signatur og opbygning af mobile platforme til en lang række projekter indenfor især sundhed. Trifork forekommer at være interessant for den langsigtede investor, idet værdien af selskabet vil udmønte sig i takt med internationaliseringen og udrolningen af vækstplanerne om 15-25% årlig stigning i omsætningen.



Aktuel Kurs: 11,8

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 212 mio. DKK

Antal aktier: 18 mio. styk (heraf 0,440 mio. egne aktier)

Næste regnskab: Q3 regnskab den 03-11-2011



### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Med købet af en kontrollerende ejerandel i Erlang Solutions Ltd. blev prognosen for 2011 i juni hævet til et salg på 180 mio. kr. (før 170) og et EBITDA-resultat på 26,5 mio. kr. (25). Salget er i første halvår kun steget med 6% til 75,7 mio. kr., hvilket ligger under målsætningen om en stigning på 15-25% årligt. Ledelsen forventer øget aktivitet i andet halvår og fastholder derfor prognosen for hele året.

### Anbefaling:

Kort sigt: Køb

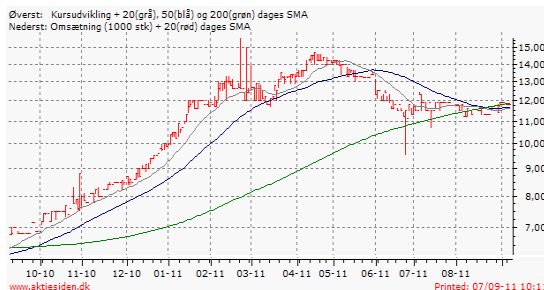
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 10 – 15

Kursudvikling 12-18 mdr.: 12 – 18

Tidligere anbefaling Kort/Lang: Kurs 13,0 Hold/Køb (17-05-11)

### 1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj 14,7

Lav 6,8



### Muligheder

Arbejdet med at øge dækningsbidraget på bestående kunder fortsætter. Nye markeder åbnes – senest via Erlangs aktiviteter i England, Sverige og Polen. Man har kontorer i 6 europæiske byer og dermed mulighed for at øge salget. Det offentlige ønske om et bedre sundhedsvæsen medfører store muligheder for Trifork. Internationalisering giver store muligheder, herunder kombination af salg af produkter med Erlang Solutions Ltd. Finansielt er der mulighed for at foretage opkøb ved udstedelse af aktier.

### Risici

Ændrede offentlige udbudsregler kan øge konkurrencen. Værdien af goodwill testes årligt med risiko for nedskrivning. Udvikling for at holde sig i front rent teknologisk er en risiko, men her ser selskabet ud til at have sikret sig, at de vigtigste medarbejdere ikke forlader selskabet. Lave barrierer for nye aktørers indtrængning udgør en vedvarende trussel i en dynamisk branche som IT. 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. Trifork er i dag etableret i Århus, København og Zürich. Via købet af Erlang Solutions Ltd. (50 ansatte) er man nu desuden tilstede i London, Stockholm og Krakow. Målsætningen inden købet af Erlang var at være repræsenteret i 7 byer i 2015. 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 2010 i procent: Danmark 85, EU 7, Øvrige 8 %.

Segment: Public 42, Finance 36, Academy mv. 22 %.

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

Medarbejdere: Gennemsnitligt antal ansatte var i første halvår 105. Med de seneste erhvervelser er det samlede medarbejdertal steget til ca. 160. En stor del af de ansatte har en uddannelse på minimum Bachelor-niveau. Lavt sygefravær peger på høj tilfredshed hos medarbejderne trods en relativ høj gennemsnitlig arbejdsuge på ca. 38,5 timer.

Ejerforhold: Trifork Holding ApS 24,95 %, Blackbird Holding ApS 23,25 %, 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 i Triforks arbejde med at udvikle, sælge og levere IT-løsninger til den finansielle og offentlige sektor i Danmark og internationalt. Metodemæssigt arbejder Trifork efter Scrum, idet denne agile udviklingsmetode 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. Kunderne opnår en tidsmæssig gevinst, at kernetdelen af systemet meget hurtigt kan sættes i drift, og 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. Dette muliggør, at Trifork kan tilbyde ekstraserVICES til bestående kunder, hvorved opgavernes art udvides, og indtjeningen pr. kunde øges.

Høj kvalitet og tilfredshed med Trifork's løsninger er vigtige parametre i konkurrencen og medvirkende til at opnå adgang til deltagelse i nye projekter. Det Fælles Medicinkort, som er blevet udført af Trifork, er 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 pantebrev. Førstnævnte blev udviklet i 2005-06, mens Pant400 indgik via købet i 2007 af firmaet Delta Software. Salget til den finansielle sektor klarer sig tilfredsstillende, idet man i disse år har stor fremdrift indenfor mobile netbankløsninger, hvor man udnytter sin akkumulerede viden selvom Trifork ikke kan tilbyde en egentlig, færdig systempakke, men for hver ny kunde udføre en ny løsning baseret på dennes IT-plattform.

Academy arrangerer møder, kurser og konferencer for IT-sektoren med vægt på udviklingen i spidskompetencerne. De relancerede varemærker er GOTO Conferences, QCon, YOW! m.v. 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 vækstprocessen. Formatet er stort med GOTO arrangementer i år i Århus, København, Amsterdam og Prag. QCon er i år programsat i San Francisco, New York og London samt YOW! i Brisbane og Melbourne i Australien.

De afholdte beløb til ekspansion via opkøb forekommer moderate. Kapitalbindingen i virksomheden i form af fysiske anlægsaktiver og nettodriftskapital udgør kun ca. 150.000 kr. pr. arbejdsplads. Mulighed for opskalering (vækst) er derfor til stede uden bremse fra mangel på kapital. 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

Trifork følger planerne om internationalisering og hensigten om, at 15% af omsætningen skal komme fra udenlandske aktiviteter, er allerede opnået. Dette styrkes af samarbejdet med og køb af ejerandele i Basho Technologies, USA. Erlang Solutions Ltd. indgår nu i koncernen, og perspektivet heromkring er interessant men uklart angående potentialet for gensidig udnyttelse af viden og produkter. For at styrke positionen indenfor Public segmentet har man købt 75% af Diagnosekoder.dk og Instruksen.dk. Med de to sidstnævnte køb øges selskabets styrke som en seriøs leverandør til Sundhedsvæsenet, i første omgang i Danmark, senere med mulighed for udvidelse internationalt. Der satses på at skabe "Klinikerens Mobile Arbejdsplads" som et effektivt værktøj baseret på brug af smartphones (iPhone, Android m.v.), som læger og sygeplejersker kan anvende i det daglige arbejde.

Indtjeningen er i god gænge, idet EBITDA i første halvår er steget med 35% til 12,3 mio. kr. trods en stigning i omsætningen på kun 6%. Omsætningens lave stigningstakt skyldes en direkte nedgang i Public segmentet, hvor nye licitationsregler i den offentlige sektor har ført til forsinkelse af både eksisterende og planlagte IT-opgaver. Triforks styrke er dog uforandret, og vi forventer at markedsandelen vil blive opretholdt, men altså med negativ effekt af denne forsinkelse. Trifork står nemlig især stærkt indenfor løsninger til den offentlige sundhedssektor, hvor brugen af IT rummer et stort potentiale med mulighed for at opnå væsentlige besparelser og øget kvalitet. Udover sundhedsområdet vil der på sigt fra offentlig side blive satset mere og mere på brug af Open Source – et område hvor Trifork har stor ekspertise. Brugen af Open Source i det offentlige er jf. Mandag Morgen steget fra 52% i 2009 til 68% i 2010 og tallet er fortsat stigende, så vidt vi kan vurdere det. Digital selvbetjening med skift fra borgernes personlige fremmøde til i stedet at bruge Internettet kan på sigt skabe store offentlige besparelser.

Finance segmentet har også udsigt til fortsat fremgang indenfor mobile netbank løsninger, hvor selskabet har en meget stærk stilling. Der er opnået stor viden på de allerede afleverede opgaver primært til danske netbanker. Konceptet kan videreføres i de udenlandske enheder, og datterselskabet i Schweiz er således en interessant platform grundet landets mange banker.

Inden for Academy er der stigende konkurrence, og såfremt den nuværende globale situation med lav vækst i verden fortsætter, kan det sætte dette segment under pres igen. Imidlertid er Triforks konferencer kendetegnet af et højt fagligt vidensniveau, og hidtil har man oplevet stigende antal deltagere - mange er gengangere. Målet om at opnå 10.000 deltagere på konferencerne årligt og en EBIT-margin på 20% synes opnåelig i nær fremtid, med mindre vi oplever et fuldstændigt stop i den globale økonomi som set i efteråret 2008.

Trifork har opbygget en stærk position indenfor flere aktivitetsfelter, så som de mobile IT-løsninger. Der er et godt overlap herfra til de nu tilkøbte aktiviteter. Der må forventes opnået synergi mellem selskaberne, ligesom det er hensigten at løfte omsætning pr. medarbejder på koncernniveau bl.a. ved at optimere Erlang Solutions Ltd. Dette selskab med 50 medarbejdere har kun en årlig omsætning på 24 mio. kr. men et flot EBIT-resultat på lidt over 3 mio. kr. Imidlertid er omsætningen og indtjeningen pr. medarbejder her lavere end i Trifork øvrige aktiviteter, hvilket skyldes lave faktureringspriser pr. time. Det må forventes, at Triforks indtræden som aktiv hovedaktionær vil tilføre Erlang Solutions yderligere kompetencer med højere faktureringspriser pr. time til følge.

Trinvis etablering i udlandet er i fuld gang. 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 ny enhed 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 heraf i hovedsagen selv vil være i stand til 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 stort perspektiv for et løft i indtjeningen. Til trods for opstartsbelastningen er der udsigt til, at indtjeningsbidraget fra den eksisterende aktivitet vil vokse hurtigere. 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 styrke hertil.

## Aktien som investering

Ledelsen har med en række tiltag formået at øge investorernes interesse for Trifork. I 2010 blev der omsat 1,2 mio. aktier til en kursværdi på 8,6 mio. kr. baseret på 448 handler. Hidtil i år er der omsat 1,05 mio. aktier til en kursværdi på 12,8 mio. kr. på baggrund af 722 handler. Selskabet anses for at være på rette vej med høj sandsynlighed for at kunne gennemføre de lagte planer om en fordobling på 5 år, og i så fald kan aktien beregnes at nå kursniveauet 29-34 til den tid baseret på en P/E 20. For nærværende handler aktien til P/E 17,4 ved kurs 11,8.

Danske IT aktier	Børskurs	Børsværdi mio. kr.	P/E(11E)
SimCorp	837	3.700	16,4
Columbus IT Partner	1,9	201	18,6
Trifork	11,8	212	15,5
cBrain	4,3	86	10,1

Sammenlignet med andre danske selskaber i IT-sektoren fremstår Trifork med en robust økonomi og moderat følsomhed samt en offensiv vækststrategi udenfor Danmark. Aktien er derfor en interessant langsigtet placeringsmulighed. Tidspunktet nu indebærer en speciel stor mulighed for salg af mobil-netbank løsninger som et ekstra aspekt med mulighed for 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	180,0
EBITDA	9,6	11,2	10,6	20,1	26,5
EBIT	5,8	6,1	5,2	11,9	18,0
Resultat før skat	5,3	4,1	4,1	11,8	17,5
Nettoresultat	3,5	2,9	1,8	8,1	12,2
Balance	60	77	80	83	120
Nettofinansposition	7	-12	-3	-1	-15
Immaterielle aktiver	23	24	31	29	40
Egenkapital	36	38	37	41	50
Antal ansatte	69	86	109	101	135
Lønsum mio. DKK	32	49	72	67	85
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	2,78
Overskudsgrad %	10,1	6,2	4,2	8,4	10,0
Egenkapitalforr. %	9,7	7,8	4,7	20,6	26,8
Egenkapitalandel %	60	49	46	51	46



## 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 ikke 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.