

## Konklusion

Sidste år købte Trifork Erlang Solutions i England og ejerandelen i Basho Technologies blev forøget. Derved fik selskabet fodfæste i England og adgang til vigtig databaseteknologi. Målet i år er at øge den udenlandske andel af omsætningen til 25 %.

Ambitionen er fortsat at præstere en årlig vækst i omsætningen på 15-25 %. Perspektivet er, at Trifork om 3-4 år er mere end fordoblet i størrelse, og at indtjeningen vil kunne opnå fordel af denne ekspansion i form af stordriftsfordele. Overskudsgraden (EBITA) bør kunne stige til mindst 13 % i 2015. Selskabets ambition er en EBITDA-margin på 20 % indenfor tre år.

Selv om ambitionerne hos Trifork er store, formår selskabet år efter år at leve op til de udstukne rammer, hvilket er særdeles positivt. Som følge af stigende opmærksomhed på selskabet, er aktiekursen steget betydeligt i de sidste 12 måneder, men i de sidste måneder er aktien korrigeret lidt ned fra 20 til 17,6. Dermed er P/E 2012E kommet ned i et mere overkommeligt niveau på 15,2. Vi fastholder langsigtet køb, men hæver anbefalingen på kort sigt fra Hold til Køb. Risikomæssigt er styringen af den voksende og geografisk spredte organisation det vigtigste punkt.



Aktuel Kurs: 17,6

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 316,8 mio. DKK

Antal aktier: 18 mio. styk (heraf 0,244 mio. egne aktier)

Næste regnskab: Halvårsregnskab 24-08-2012



### Anbefaling:

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 17 – 22

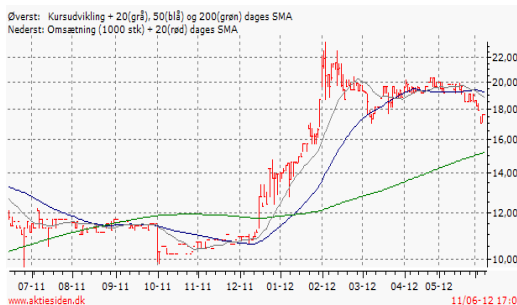
Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 22 – 25

Tidligere anbefaling Kort/Lang: Kurs 20 Hold/Køb (11-04-12)

### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fastholder prognosen for 2012, dvs. en omsætning på 215 mio. kr. (+ 23 % i forhold til 2011) og et EBITDA-resultat på over 34 mio. kr. (+ 21 % i forhold til 2011). Det er fortsat målsætningen for 2012, at de udenlandske aktiviteter skal udgøre 25 % af omsætningen, at omsætningen pr. medarbejder øges med minimum 10 %, og at der opnås en ABC-omsætningsfordeling på A (45 %), B (30 %) og C (25 %). Forklaring på ABC-omsætningsbegrebet gives senere i analysen.

### 1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj 22,3

Lav 10,4



### Muligheder

Fokusering på A/B-kunder giver mulighed for at øge indtjeningen samlet set. Ekspansion i udlandet giver mulighed for at benytte fælles viden og opnå adgang til flere kunder. Cloud-teknologien er i hastig vækst. Satsning i Mobile på virksomhedskunder giver nye store salgsmuligheder. Konferencerne giver både indtjening og ny viden, ligesom det er muligt at tiltrække nye medarbejdere herved. Finansielt er der fortsat plads til køb af hele eller dele af konkurrerende virksomheder. Opdeling i nye forretningsområder giver mulighed for større salg.

### Risici

De mange opkøb indebærer risiko for nedskrivninger på bogført goodwill. Der er en lav barriere for konkurrenters indtrængen på Triforks markeder. Medarbejderne er selskabets vigtigste aktiv, hvorfor fragang af nøglemedarbejdere er en trussel. Konstant udvikling med succes er et krav. Et højt aktivitetsniveau i forhold til kapitalgrundlaget og planen for ekspansion internationalt stiller krav til stram økonomisk styring, dvs. høj operationel risiko.

## Facts om Trifork

- Selskabet blev stiftet i 1996. I 2003 frasolgtes andelen i ACURE til Maersk Data og en genstart fandt sted. Trifork-aktien blev optaget til notering på Børsen i København den 20-12-2007 til kurs 8,5.
- Trifork består af tre forretningsområder: Mobile (tidligere Finance), Agile (tidligere Academy) og Cloud (tidligere Public).
- Teknologisk i front indenfor IT-løsninger baseret på Cloud-teknologien (systemer der kan anvendes, uanset hvor man er).
- Kontorer er placeret i Århus, København, Stockholm, Krakow, Zürich, London og San Francisco. Man har et mål om at etablere sig på yderligere to markeder inden for tre år. Der forventes opkøb af eksisterende virksomheder som led i internationaliseringen, men det vil ske indenfor en stram ramme for styret vækst. Målsætningen er et løft i den udenlandske omsætning i 2012 til 25 % (21 % i 2011). Sidste år øgede Trifork sin ejerandel i Basho Technologies, ligesom der blev gennemført et køb af aktiemajoriteten i Erlang Solutions Ltd. Desuden ejes strategiske aktieposter i mindre selskaber, der besidder teknologi, som Trifork kan drage nytte af. Disse aktieposter indeholder en mulig merværdi på sigt.
- Patenter og rettigheder: Trifork ejer ikke patenter men gør brug af copyright på udviklingsværktøjerne.
- Geografisk fordeling af omsætningen i procent (2011): Danmark 79 %, EU 8 %, Øvrige 13 %.
- Segmenter i procent (2011): Cloud 45 %, Mobile 34 %, Agile 21 %.
- Ledelse: Jørn Larsen (født 1966) er adm. Direktør; Kresten Krab Thorup (født 1969) er Chief Technical Officer; Johan Blach Petersen (født 1951) er formand for bestyrelsen.
- Medarbejdere: I 2011 var der gennemsnitligt 124 ansatte. Efter integrering af tilkøbte selskaber er medarbejdertallet nu ca. 150.
- Ejerforhold: Topleasing ApS 25,1 %, Blackbird Holding ApS 19,4 %, Kresten Krab Thorup Holding ApS 9,5 %. Førstnævnte ejes 50/50 af de to sidstnævnte, der hhv. ejes af selskabets CEO Jørn Larsen og selskabets CTO Kresten Krab Thorup. Tilsammen ejer de 54,0 %. Selskabet ejer 1,6 % egne aktier. Øvrige aktionærer (free flow) udgør 44,4 %. Der er 818 aktionærer i selskabet. De ti største ejer 66,6 % af aktierne. 3,9 % af aktierne er på udenlandske hænder.
- Omsætningen i selskabets aktie på Børsen er stigende. År til dato er der således foretaget 1.151 handler i aktien, mens tallet for hele sidste år var 947. Da aktiekursen samtidig er steget, er den beløbsmæssige volumen steget betydeligt.
- Udbytte: For 2011 blev der udloddet 40 % af overskuddet i form af et udbytte på 0,35 kr. pr. aktie.

## De tre forretningsområder

### Mobile:

Mobile var oprindeligt fokuseret på udvikling og salg af IT-løsninger til brugere af smartphones og Tablets i finans- og sundhedssektoren. Sidstnævnte er fortsat i en tidlig udviklingsfase. Trifork har i de senere år leveret store komplekse løsninger til Danske Bank, Jyske Bank og Sydbank. I Schweiz har Trifork videreudviklet konceptet med et skræddersyet system til Credit Suisse, der gør det muligt for rådgiveren at være "up-to-date" med personfølsomme oplysninger i forbindelse med kundemøder udenfor banken. Mulighederne i finanssektoren synes at være store, selv om man naturligvis er nødt til at overholde regler om ikke at tilbyde de samme produkter til kundernes konkurrenter. Trifork kan imidlertid udnytte sin akkumulerede vidensbase til at løse nye kundeopgaver for andre firmaer.

Forretningsområdet er efterfølgende blevet udvidet til også at omfatte udvikling og salg af IT-løsninger til industrivirksomheder. Første store kunde i dette segment er Grundfos, hvortil Trifork har udviklet en teknologi til styring og servicering af varmepumper fra Grundfos via smartphones eller Tablets. Med denne nye teknik behøver service-medarbejderen ikke fysisk at være nær pumperne. Det er en væsentlig salgsparameter for Grundfos, der kan dokumentere lavere udgifter til service og vedligehold. En sideeffekt er en forbedret udnyttelse af varmepumperne.

I årets første kvartal har Trifork færdiggjort en applikation til en nyudviklet mobil datadelingskomponent. Hermed er det muligt via bluetooth teknologi at sprede data imellem applikationer på tværs af mobile enheder. Denne teknologi kan sikre brugerne datadækning, selvom de måtte befinde sig på et sted med ingen eller begrænset datadækning, fx på festivaler eller ved store sportsbegivenheder.

Mobile har mulighed for at opnå et betydeligt løft i omsætningen. Mange banker i ind- og udland vil kunne gøre brug af de netbank-løsninger som Trifork allerede har udviklet, og som relativt nemt kan videreudvikles til nye bankkunder. Satsningen på industrivirksomheder er endnu kun i den spæde start. Hertil kommer den nye applikation til datadeling. Trifork satser på at øge aktiviteterne i ind- og udland indenfor Mobile. Bankløsningerne er i første omgang udviklet til iPhone og Android styresystemer, men teknikken vil kunne blive overført til Windows Phones om nødvendigt.

Målsætningen for 2012 er uændret, dvs. en vækst i omsætningen på 25 % til 75 mio. kr. og et EBITDA-resultat på 14 mio. kr. svarende til en EBITDA-margin på 18,7 % (19,6 % i 2011). Procentuelt målt på omsætningen forventes Mobile i 2012 at bidrage med 35 % - en lille fremgang fra 34 % i 2011.

#### **Agile:**

Segmentet Agile omfatter udvikling af softwareløsninger billigere, hurtigere og mere fejlfrit, end hvad branchen er vant til. Det er også under Agile, at kursusaktiviteterne er placeret. Afholdelse af kurser for IT-specialister er en vigtig aktivitet hos Trifork. Derved opnås nemlig kendskab til ny teknologi og kontakt med markedets bedste IT-folk, og samtidig markedsføres Trifork worldwide. Sidste år deltog over 5.000 på kurserne afholdt rundt omkring i verden. Målet er at nå et deltagerantal på 10.000 indenfor tre år. I årets første kvartal afholdtes QconLondon konferencen. Ledelsen er tilfreds med afviklingen af denne conference, som havde det højeste deltagerantal siden konferencens start. Konceptet er unikt, idet selskabet udover at tilegne sig erfaringer også tjener penge på dette.

Ledelsen har ikke ændret prognosen for Agile. Målet er fortsat at øge aktiviteten med 10-15 % og fordoble EBITDA-resultatet til 4 mio. kr.

#### **Cloud:**

Cloud bidrog i 2011 med en andel af omsætningen på 45 % og er dermed selskabets største aktivitet. Andelen i 2012 forventes at blive 47 % af den budgetterede omsætning. Cloud segmentet er især rettet mod opgaver for det offentlige marked i Danmark. Fokus er på centrale IT-løsninger med fælles infrastruktur. Der er tale om både lukkede og åbne netværk, hvor der i førstnævnte tilfælde er tale om netværk, der "kan tale" med andre begrænsede netværk, hvor der kræves stor sikkerhed. Et eksempel på en lukket Cloud-løsning er udviklingen af det Fælles Medicinkort, hvor læger og andet sundhedspersonale via smartphones og Tablets hurtigt og enkelt kan søge oplysninger om patienter. Mens hvert sygehus tidligere havde egen driftscentral og dermed brug for egne servere, sikkerhed m.m. gøres oplysninger tilgængelige for alle lægefaglige personer via centrale driftsstationer, der kommunikerer direkte med brugeren. For sundhedsvæsenet er der opnået synlige fordele omkring opetider og reducerede udgifter til servere m.m.

Trifork har gennem de seneste år arbejdet med Cloud Computing på serversiden, hvilket betyder at der sikres adgang til data via Internettet. Google er et godt eksempel på, hvor skalerbare de nye NoSQL såsom RIAK databaser er. Hvis man ikke har en god netforbindelse men en masse smartphones og mobile devices, der gerne vil på nettet, hjælper en stærk serverarkitektur ikke, da netforbindelsen er flaskehalsen. En løsning på denne udfordring er at lade de mobile enheder dele information med hinanden enten direkte eller via lokale hotspots. Trifork har udviklet et produkt, som gør det muligt at lagre informationer på den mobile enhed og udnytte netværksforbindelsen optimalt så kun ændringer downloades. Produktet muliggør, at de mobile enheder kan dele informationer direkte med hinanden. Arbejdet med Cloud databaser er blevet styrket med købet af Basho Technologies.

Cloud-segmentet udviste sidste år en flad udvikling. Selskabet melder om en støt stigende interesse for dette segment i år. Flere nye projekter er således blevet igangsat i både ind- og udland. De seneste års opkøb af udenlandske selskaber omfatter især teknologier rettet mod Cloud. Med den positive melding om igangsætning af nye projekter kan vi konkludere, at købene udvikler sig efter planen, og nu med stor sandsynlighed er ved at vise sin værdi. Det understøttes også af ledelsens prognose for Cloud i 2012, hvor der budgetteres med en stigning i omsætningen på 25 % til 100 mio. kr. EBITDA-margin anslås at nå 16 % (16,7 % i 2011) med et EBITDA-resultat på 16 mio. kr. til følge.

#### **ABC-omsætning: Fordeling på kundetyper**

Triforks indtægter er fordelt på projektsalg, licens- og vedligeholdelsesindtægter, support, konsulentopgaver m.m. Skalerbarheden på opgaver, som bygger på allerede udviklet software, er normalt meget stor. Konsulentopgaver udføres derimod ad hoc og kræver manpower (timer). I A-kategorien ligger de for selskabet mest lukrative opgaver som fx drift- og licenssalg, konferencer og kurser. I B-kategorien drejer opgaverne sig om fast samarbejde omkring fælles langtidspanlægning med kunderne, hvor Trifork indtager rollen som en strategisk partner i udviklingsarbejdet. C-kategorien er primært opgaver, hvor Trifork mere sporadisk har et samarbejde med en kunde, og hvor gensalg er påkrævet. Her er man ofte i hård konkurrence med andre.

Sidste år fordelte omsætningen sig med A – 40 %, B – 24 % og C – 36 %. Hensigten er i 2012 at bringe A-omsætningen op på 45 %, B op på 30 % og C-omsætningen bragt ned på 25 %. Indtjeningsmæssigt ligger den største fortjeneste for Trifork i A-gruppen.

## Fremtidsudsigter

Trifork følger de udstukne planer om øget internationalisering. Væksten foregår i en kontrolleret proces organisk og via opkøb. Ledelsen ønsker at øge indtjeningen samtidig med at der ekspanderes. Trifork udmærker sig ved at opfylde de relativt ambitiøse mål, der hvert år udstikkes. Trifork må betegnes som en interessant vækstaktie med udsigt til et tempo på +15-25 % årligt i de kommende tre til fem år.

Sidste år investerede Trifork i Erlang Solutions, ligesom ejerandelen i Basho Technologies blev forøget. Købene forekommer at være fornuftige, idet disse selskaber besidder teknologi, der er vigtig for Trifork. Købet af de to selskaber bidrager som forventet til at øge Triforks internationale salg. Med Erlang-købet i England, som også omfatter aktiviteter i Sverige og Polen, er der både opnået en indgang her og tilføjelse af en teknisk stærk position omkring denne del af IT. Investeringerne i tilkøb var væsentlig sidste år målt i forhold til Trifork's finansielle kapacitet. Afkastet forventes at slå hurtigt igennem. Der ser ikke ud til at være betalt urimeligt store goodwill-beløb ved opkøbene, og derfor burde risikoen for nedskrivninger være begrænset. Gennemslaget af satsningerne burde vise sig allerede i år.

Ledelsen i Trifork satser fokuseret på områder, hvor det er muligt at få fordel af skalerbarhed. I takt med at det lykkes, vil indtjeningen kunne vokse betydeligt. Trifork har udviklet sig markant i positiv retning i hvert eneste af de foregående år. Strategien for en internationalisering af koncernen er kommet langt. Ambitionen om at opnå en årlig vækst i omsætningen på 15-25 % er blevet gjort betydeligt mere sandsynlig efter de væsentlige udvidelser af forretningsplatformen. Perspektivet er således, at Trifork om 3-4 år er mere end fordoblet i størrelse, og at indtjeningen vil kunne opnå fordel af denne ekspansion i form af stordriftsfordele (Leverage mekanisme). Overskudsgraden (EBITA) burde kunne stige til mindst 13 % i 2015. Selskabets ambition er en EBITDA-margin på 20 % indenfor tre år.

## Sammenligning med andre danske IT-aktier

Af nedenstående tabel fremgår en sammenligning på grundlag af den for 2012 forventede indtjening (vores estimer).

Danske IT aktier	Børskurs	Børsværdi mio. kr.	P/E(12E)
Trifork	17,6	316,8	15,2
SimCorp	1.010	4.646	17,5
Columbus	1,45	153,6	25,4

## Regnskabstal

mio. DKK	2008	2009	2010	2011	2012E
Omsætning	97,9	122,4	142,0	174,5	215,0
EBITDA	11,2	10,6	20,1	28,2	34,0
EBIT	6,1	5,2	11,9	19,8	25,0
Resultat før skat	4,1	4,1	11,8	20,7	25,0
Nettoresultat	2,9	1,8	8,1	15,8	18,0
Balance	77	80	83	127	145
Nettofinansposition	-12	-3	-1	3	-5
Immaterielle aktiver	24	31	29	42	37
Egenkapital	38	37	41	57	69
Antal ansatte	86	109	101	124	160
Lønsum mio. DKK	49	72	67	71	88
Res. pr. aktie DKK	0,16	0,12	0,48	0,9	1,00
Udbytte i DKK	0,10	0,10	0,15	0,35	0,40
Indre værdi i DKK	2,10	2,08	2,37	3,23	3,89
Overskudsgrad %	6,2	4,2	8,4	11,3	11,6
Egenkapitalforr. %	7,8	4,7	20,6	32,0	28,5
Egenkapitalandel %	49	46	51	52	54



## 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 Svendsen 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.