

## Konklusion

Forretningskonceptet med benyttelse af den af Lean inspirerede udviklingstankegang, Scrum, udgør den afgørende egenskab og potentialet for vækst ligger heri. Indtjeningsevnen er i første halvår bragt op på et tilfredsstillende niveau. Evnen til at opretholde en solid overskudsgrad sammen med høj vækst udgør udfordringen. Samtidig akkumuleres værdi inde i virksomheden i form af stadig større kompetence og dermed styrkelse af indtjeningsevnen. Internationalisering skal for alvor drive vækstprocessen. Aktien er derfor en spændende placering med et langsigtet vækstperspektiv. Ud fra en kortsigtet betragtning må aktien anses for passende prissat. Fokuseret styring og spredning reducerer risikoen. Aktien har beskedent størrelse på Børsen og dermed større følsomhed.



Aktuel Kurs: 7,0

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 126 mio. DKK

Antal aktier: 18,0 mio. styk (heraf 0,45 mio. egne aktier)

Næste regnskab: Q3-regnskab 05-11-2010



### Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Første halvår er forløbet godt med et overskud før skat på 5,0 mio. kr. Ledelsen fastholder målet om en omsætning på 140 mio. kr. (+15 %) og et EBITDA bruttobidrag på 18 mio. kr. Beskæftigelsen forventes opretholdt på lige over 100 medarbejdere. Aktiviteten i Schweiz er udvidet kraftigt til nu 14 ansatte ved køb af 33,4 % af selskabet aragost Trifork AG.

### Anbefaling:

Kort sigt: Hold

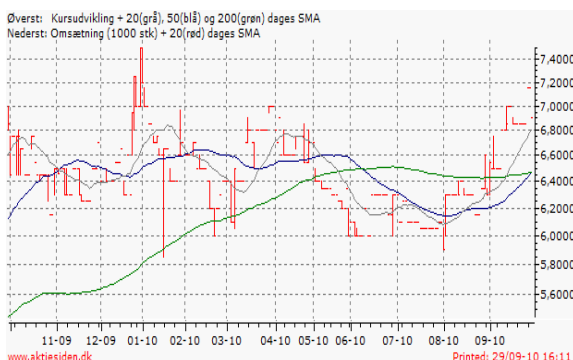
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 6,0 – 8,0

Kursudvikling 12-18 mdr.: 8,0 – 12,0

Tidligere anbefaling Kort/Lang: Ingen

### 1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj 7,50

Lav 5,85



### Muligheder

Selskabets koncept indebærer langsigtede relationer til kunder og dermed et grundlag for kontinuerte indtægter. Der oparbejdes løbende værdi i form af viden og evne til at anvende de stadig større kompetencer i nye opgaver såvel som salg af egne systemløsninger. Opgaver for den offentlige sektor baseret på åbne systemer er i en indledende fase. Sundhed er et Triforks specialer med mulighed for udbredelse til stadig flere sektorer. Internationaliseringen har Finanssegmentet som kerne i første omgang. Behovet for kapital til finansiering af vækst er lavt (Leverage effekt).

### Risici

Tilgangen af opgaver er en flaskehals. Besparelser og udskydelser hos den offentlige sektor og Finans kan påvirke aktiviteten og indtjeningen. Fastholdelse af en positiv reputation baseret på succes i forløbet af projekterne er afgørende for forlængelse og opnåelse af nye kontrakter. Konkurrencen kan tage til, og lave barrierer for indtrængning af nye aktører udgør en vedvarende trussel i en dynamisk branche som IT. For Trifork gælder det også opgaven med at fastholde medarbejderne. Stor aktivitet i forhold til selskabets størrelse kræver 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 virksomhed i udlandet, hvor Academy allerede er aktiv. Første land for bredere drift er Schweiz, der startede for et år siden og nu omfatter 14 medarbejdere.

Geografisk fordeling af omsætningen i procent: Danmark 90, EU 8, Øvrige 2 %.

Segment: Public 63, Finance 25, Academy 12 %.

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

Medarbejdere: 104 (+14 i det associerede selskab i Schweiz).

Ejerforhold: Trifork Holding ApS 24,95 %, Blackbird Holding ApS 23,14 %, Kresten Krab Thorup Holding ApS 16,55 %. 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 64,59 %. Selskabet ejer 2,5 % egne aktier. Øvrige aktionærer råder over 32,87 %.

## 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, Academy.

Anvendelse af Open Source er centralt, og Trifork ser 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 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 udvikling af kernefunktionalitet. 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 i sin egen organisation er Triforks sidegevinst, 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 det samlede projekt - og dermed øges værdien hos Trifork ved denne kompetenceopbygning. Evnen til at løfte nye og større opgaver øges hele tiden.

Egne systemløsninger indgår ligeledes, og på det felt er finansielle kunder i centrum. Man råder over de to systemløsninger, Panteos og Pant400. Det 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.

Academy arrangerer møder, kurser og konferencer for IT-sektoren med vægt på udviklingen i spidskompetencerne. 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 samt over for kunder og mulige nye medarbejdere har lejlighed til at profilere sig. Desuden giver disse Events et indblik i markedsmulighederne internationalt, der skal sættes i gang for at sikre et niveauskift i den samlede størrelse. Formatet er stort med arrangementer i London, San Francisco og Australien ud over hjemstedet, Århus. Schweiz vil ligeledes blive inddraget.

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.

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. Afkastet i de kommende år vil afgøre dette spørgsmål. Kapitalbindingen i virksomheden i form af fysiske anlægsaktiver og nettodriftskapital udgør kun 14 mio.kr., svarende til 135.000 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 15-25 %. Hensigten er desuden, at 15 % af omsætningen skal opnås i udlandet i løbet af 3-5 år.

## Fremtidsudsigter

Efterspørgslen inden for Public kundekredsen i Danmark har fortsat gode udsigter trods generelle besparelser og ofte langsom beslutningsgang. De seneste års dårlige erfaringer med implementering af store IT-løsninger til brug for mange, decentralt placerede aktører peger på fordelene ved at benytte mere fleksible fremgangsmåder. Det er en fordel for Trifork. Selskabet har formået at kvalificere sig som generel leverandør til den offentlige sektor, og ordreindgangen burde kunne opnå fremgang herigennem. Senest har Udenrigsministeriet åbnet adgang for at bruge Trifork som leverandør.

Styringen af indtægter/udgifter i Public segmentet er forbedret markant i det seneste år. Evnen til at fastholde en overskudsgrad i størrelsen 10 % vil være et vigtigt bidrag til at give indre styrke og sikkerhed for at ekspansion vil kunne foregå rentabelt - og ikke først som omsætning og derefter med en ukendt forsinkelse også i form af indtjening. De to parametre skal følges ad nogenlunde parallelt.

Finance segmentet belastes fortsat af Finanskrisen, og her er pantebreve specielt hårdt ramt som marked pga. tab på den allerede udstedte mængde af fordringer. Interessen for investeringer i nye systemløsninger holdes ligeledes nede for at forbedre indtjeningen via stram styring af omkostningerne. Selskabet har ikke desto mindre indtaget en central rolle i Danske Banks udvikling af et nyt interessant netbanktilbud, der kan benytte avancerede mobiltelefoner som terminal på kundens side. Dette segment står dermed muligvis over for et gennembrud for Trifork. Løbende ændringer af de lovmæssige krav og påbud fra Finanstilsynet giver ligeledes behov for opdateringsarbejde. Udvidelse af kundekredsen er derfor vigtig for at opnå fremgang i indtægterne igen for Finance segmentet. Muligheden vil nu blive søgt udnyttet i praksis via det associerede selskab i Schweiz, der satser på at vinde indpas hos denne kundegruppe i Zürich. Academy området har givet underskud i 2009 og første halvår i år men forventes allerede i andet halvår at udvise overskud. De afledte positive virkninger omkring input af teknisk art og mht. Triforks profilering udadtil må tages i betragtning ved vurderingen af kravet til indtjening.

Ønsket om at opnå en høj vækst i størrelsen 15-25 % p.a. er meget ambitiøst. I det seneste år er den interne styring og effektivitet blevet markant forbedret. Det skal fastholdes i de kommende år, og således dokumenteres ikke blot at være gevinsten ved en midlertidig kraftanstrengelse. Ud fra dette grundlag kan der så ekspanderes med høj lønsomhed, hvilket skal ses i forhold til det lave krav til kapitalindsats og den risiko man påtager sig angående evnen til at gennemføre opgaverne tilfredsstillende for kunderne.

## Aktien som investering

Selskabets aktie blev introduceret på Børsen i slutningen af 2007. Det tidsmæssige forløb i økonomi og aktieværdiernes udvikling har således været præget af modgang, der kulminerede med Blackout situationen ved Finanskrisens start og nedsmeltningen i efteråret 2008. Den efterfølgende udbundning, stabilisering og rebound for aktiemarkedets vedkommende har kun i beskednen udstrækning udmøntet sig i form af fremgang i realøkonomien i de vestlige lande. Trifork har klaret modgangen overmåde godt med fortsat ekspansion i Public segmentet, mens både Finance og Academy er blevet ramt af lavere efterspørgsel. Samlet er der altså fortsat fremgang.

Indtjeningen er nu ved at slå igennem. Årsagen er forbedret styring med satsning på rentable opgaver plus fordelene af en stadig større kundekreds og kompetence med Public i centrum. Udfordringen består i at fastholde en solid overskudsgrad samtidig med vækst. Hertil kommer behov for genrejsning af indtjeningsevnen for Finance segmentet, hvor immaterielle aktiver ellers kan blive antastet i værdi (impairment). Academy må formentlig betragtes som en form for selvfinansierende enhed med indirekte værdiskabende karakter. Økonomisk er halvårsregnskabet oplyftende med undtagelse af likviditetsgenereringen, der bremses af en stor stigning i tilgodehavender.

Potentialet er stort angående udbredelse af selskabets arbejds metode, hvilket indebærer en styrkelse af selskabets kompetencer og dermed akkumulering af konkurrencekraft og værdi. Dokumentation af evnen til solid indtjening kræver tid, og aktiens værdi er dermed forsinket i sin udvikling pga. denne usikkerhed. "Proven performance" er investorernes ubønhørlige krav efter mange skuffelser og en fase med højt afkast på aktiemarkedet som helhed med de store aktier i front. Hvorfor så påtage sig risiko i små papirer?

Den afgørende vurdering af aktien drejer i første trin om forretningskonceptets styrke, og i næste trin en Ja/Nej beslutning fra investors side om tillid til ledelsens evne til at kunne udnytte dette potentiale forretningsmæssigt. Efter vores vurdering er selskabet godt positioneret med særdeles store udviklingsmuligheder, mens evnen til at forfølge dette på rentabel vis kun delvis er dokumenteret. Selskabet synes at være på rette vej. Væksten fremover bør kunne foretages i et højt tempo i de eksisterende rammer (organisk vækst, altså uden store tilkøb) henset til at personaleudvidelsen kun vil kræve ca. 20 personer mere pr. år. Risikoen synes især at dreje sig om den operationelle styring og præstation: kan Public fastholde den høje indtjening, og vil Finance atter opnå solid indtjening? Størrelsen af aktien og den specielle profil med aktivitet i Business-to-Business markedet indebærer, at kendskabet til Trifork er begrænset.

Markedsværdien er 126 mio. kr., men kun en tredjedel heraf er i free flow. P/E (10E) kan estimeres til 20,6 (7,0/0,34), og forrentningen af egenkapitalen kan tilsvarende skønnes til at udgøre 16 %. Kurs/indre værdi forholdet er 3,2. Egenkapitalens størrelse afhænger dog af de immaterielle aktiver, da disse poster svarer til 82 % heraf.

**Regnskabstal**

mio. DKK	2007	2008	2009	2010E	2011E
Omsætning	57,5	97,9	122,4	140,0	170,0
EBITDA	9,6	11,2	10,6	18,0	22,0
EBIT	5,8	6,1	5,2	10,0	13,5
Resultat før skat	5,3	4,1	4,1	9,5	13,0
Nettoresultat	3,5	2,9	1,8	6,1	9,0
Balance	60	77	80	90	100
Nettofinansposition	7	-12	-3	-5	8
Immaterielle aktiver	23	24	31	30	28
Egenkapital	36	38	37	39	46
Antal ansatte	69	86	109	105	120
Lønsum mio. DKK	32	49	72	72	84
Res. pr. aktie DKK	0,19	0,16	0,12	0,34	0,50
Udbytte i DKK	0,07	0,10	0,10	0,10	0,12
Indre værdi i DKK	1,99	2,10	2,08	2,19	2,56
Overskudsgrad %	10,1	6,2	4,2	7,1	7,9
Egenkapitalforr. %	9,7	7,8	4,7	16,0	21,2
Egenkapitalandel %	60	49	46	44	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 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.

