

## Konklusion

Trifork fortsætter med at vokse. For 2012 forventes nu en omsætningsfremgang på over 30 %. Det sker via vækst på internationale markeder i form af opkøb af selskaber, hvis produkter passer til Triforks. Prisen for de tilkøbte aktiviteter forekommer at være fair. Senest er der gennemført køb af det hollandske softwareselskab Orange11, hvorved et nyt geografisk marked åbnes. Erlang Solutions, som blev købt sidste år, er nu fuldt integreret i koncernen. Køb af en ejerandel i Basho Technologies sidste år har givet Trifork adgang til databaseteknologi, som allerede i år bidrager positivt til vækst og indtjening. Forretningskonceptet er opbygget, så det er meget skalerbart. Derfor vil tilkøbte enheder meget hurtigt kunne bidrage til en positiv udvikling i selskabet, og købene vurderes ikke at ske til priser, der senere kan kræve en nedskrivning af goodwill.

Ledelsen har store ambitioner. Det er således et mål at øge den udenlandske andel af omsætningen til nu 35 % og generelt at vokse med 15-25 % årligt de næste 3-4 år. Der er således udsigt til et betydeligt løft i indtjeningen i de kommende år. Målsætningen om at nå en EBITDA-margin på 20 % indenfor tre år forekommer opnåelig. Trods de store ambitionerne formår Trifork konstant at leve op til egne udstukne rammer. Det giver troværdighed. Den største udfordring er at styre den voksende og geografisk spredte organisation, men her forekommer ledelsen at have "hands-on". Køb er anbefalingen.



Aktuel Kurs: 17,2

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 309,6 mio. DKK

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

Næste regnskab: Q3 regnskab 02-11-2012



### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Den 4. juli opjusterede Trifork prognosen for 2012, hvilket skyldes en generel god udvikling i selskabet, samt købet af det hollandske selskab, Orange 11. Omsætningsprognosen er blevet hævet til 230 mio. kr. (før 215) svarende til en vækst i salget på 30 % i forhold til 2011. EBITDA-resultatet forventes at stige med 32 % til 36 mio. kr. (før 34). Den udenlandske andel af omsætningen forventes nu at blive 35 % (før 25). Omsætning pr. medarbejder forventes at blive hævet med min. 10 % i fht. 2011. Der forventes en ABC-omsætningsfordeling på A (40 %), B (40 %) og C (20 %). Nærmere forklaring om ABC-omsætningsbegrebet gives senere i denne analyse.

### Anbefaling:

Kort sigt: Køb

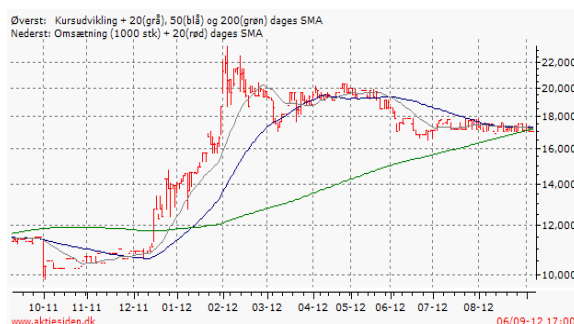
Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 17 – 22

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 22 – 25

Tidligere anbefaling Kort/Lang: Kurs 17,6 Køb/Køb (12-06-12)

### 1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	22,3
Lav	10,4



### Muligheder

Skalerbarheden stiger ved fokusering på A/B kunder med høj indtjening. Cloud-teknologien er i hastig vækst. Satsning i Mobile på virksomhedskunder, herunder Telekom, åbner for salg til en ny kunde-gruppe. Konferencerne giver indtjening og viden, ligesom det er muligt at tiltrække nye medarbejdere herved. Opdeling i nye forretningsområder giver mulighed for større salg. Efter købet af Orange 11 er der behov for en pause i opkøbene.

### Risici

De fortsatte opkøb indebærer øget risiko for nedskrivninger på bogført goodwill. Konkurrenter kan relativt nemt trænge ind på Triforks markeder, hvilket kan føre til prispres. Konstant udvikling med succes er et krav for at klare konkurrencen. Et højt aktivitets-niveau i forhold til kapitalgrundlaget og planen for ekspansion internationalt stiller krav til stram økonomisk styring, dvs. høj operationel risiko. Udvidelserne stiller store krav til ledelsens håndtering, både i forhold til implementering af tilkøbte aktiviteter, men også for at fastholde nøgledarbejder.

## 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 Danmark (Århus (hovedkontor) og København), Sverige, Polen, Schweiz, England, USA og nu også i Holland efter tilkøb af selskabet Orange11. Selskabet har visioner om at vokse ved at etablere sig på nye markeder. Det skal ske ved opkøb af eksisterende virksomheder indenfor en stram ramme for styret vækst. Målsætningen er et løft i den udenlandske omsætning i 2012 til 35 % (21 % i 2011). Heri indgår virkningen af sidste års køb af aktiemajoriteten i Erlang Solutions Ltd. Desuden ejes strategiske aktieposter i mindre selskaber, herunder Basho Technologies 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 for første halvår 2012: Danmark 68 %, Udland 32 %.
- Segmenter i procent ved halvåret 2012: Cloud 50 %, Mobile 31 %, Agile 19 %.
- 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.
- Selskabet beskæftiger ved halvårets afslutning 142 ansatte.
- Ejerforhold pr. 29-08-2012: Blackbird Holding ApS 31,95 % (ejes af CEO Jørn Larsen), Kresten Krab Thorup Holding ApS 22,02 % (ejes af CTO Kresten Krab Thorup). Tilsammen ejer de 54,0 %. Selskabet ejer 1,6 % egne aktier. Øvrige aktionærer (free flow) udgør 44,4 %.
- Pr. ultimo 2011 var der 818 aktionærer. De ti største ejer 66,6 % af aktierne. 3,9 % af aktierne er på udenlandske hænder.
- Udbytte: For 2011 blev der udloddet 40 % af overskuddet i form af et udbytte på 0,35 kr. pr. aktie.
- Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet rejste i marts 2012 sigtelse mod ebh bank A/S, Trifork A/S og dets adm. direktør Jørn Larsen for kursmanipulation med selskabets aktiekurs i perioden 21-12 til 28-12-2007. Sigtelsen drejer sig om en indgået market-maker aftale og aftaler i tilknytning hertil med ebh bank A/S indgået dagen efter børsnoteringen den 20-12-2007. Sagen er uheldig for Trifork og dets CEO, men vi forventer ikke, at den vil få negative konsekvenser for selskabets daglige drift, idet bestyrelsesformand Johan Blach Petersen har udtalt, at han anser sagen for at være en misforståelse.

## Triforks tre segmenter

### Mobile:

Mobile beskæftiger sig med udvikling og salg af IT-løsninger til brugere af smartphones og Tablets. Mobile henvender sig til kunder indenfor finanssektoren, hvor der er udarbejdet løsninger til blandt andre Danske Bank, Jyske Bank og Sydbank. I Schweiz har Trifork videreudviklet konceptet med et skræddersyet system til Credit Suisse. En stor løsning er desuden blevet udført for Grundfos. Her udnyttes Triforks teknologi til at fjernstyre og servicere varmpumper via brug af smartphones og Tablets. Der er desuden udviklet løsninger til Sundhedsvæsenet i Danmark, hvorved det er muligt for personalet at få oplysninger om patienterne via smartphones og Tablets. Produktet til Sundhedsvæsenet i Danmark bygger både på Mobile og Cloud-løsninger, som beskrives nærmere nedenfor.

Udover at være leverandør af løsninger til finans-, sundheds- og industrisektoren, er der opbygget Mobile løsninger til brug ved større events, hvor mange mennesker er samlet på ét sted, hvilket stiller store krav til tilgængeligheden af datakommunikationen. Et eksempel herpå er en udviklet app til Roskilde Festival.

Det interessante ved Mobile-segmentet er, at Trifork løbende udvider sin viden og ekspertise, og at det er muligt at videreudvikle denne viden til brug for salg til nye kunder. Dette segment er derfor meget skalerbart. Satsningen på industrikunder og store events er endnu kun i sin vorden, og nu består opgaven i at udnytte den opnåede viden og ekspertise til andre lignende projekter. Potentialet for denne form for services vurderer vi til at være særdeles stort. Selvom Trifork har leveret løsninger til en række store banker, så bør der også i dette segment være store udvidelsesmuligheder. Bankløsningerne er i første omgang udviklet til iPhone og Android styresystemer, men teknikken vil kunne blive overført til Windows Phones om nødvendigt.

Mobile forbedrede i første halvår omsætningen med 14 % til 31,2 mio. kr. EBITDA-margin faldt til 16,2 % fra 22,4 % som følge af øget forbrug af ressourcer til nyudvikling. Selvom Trifork indenfor Mobile-segmentet oplever tiltagende konkurrence, forventer ledelsen at omsætningen i andet halvår stiger til 35 mio. kr., og at omsætningen for hele 2012 ender på ca. 65 mio. kr. EBITDA-margin forventes at blive i niveauet 15-20 % svarende til et EBITDA-resultat på 12 mio. kr. (5,0 mio. kr. i første halvår). Mobile aktiviteterne foregår primært i Danmark og Schweiz samt nu også i Holland.

#### 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. Trifork afholder hvert år en række kurser for IT-specialister, hvorved der opnås viden om ny teknologi, kontakt med markedets bedste IT-folk og samtidig udbredes kendskabet til Trifork. Trifork oplever stigende interesse for denne kursusaktivitet. Målet er at øge antallet af deltagere fra ca. 5.000 sidste år til over 10.000 indenfor tre år. Kurserne udbydes under navnene QCon, GOTO og Factory. Konceptet er unikt, idet selskabet udover at tilegne sig erfaringer også tjener penge på dette.

Omsætningen i Agile steg i første halvår med 21 % til 19,1 mio. kr. EBITDA-margin faldt til 3,3 % (5,3 % i H1 2011). Årsagen til nedgangen i EBITDA-margin er, at der er anvendt betydelige ressourcer til at opbygge nye konferencer i Berlin, Zürich og Amsterdam. Der er store forventninger til to konferencer i San Francisco og Århus i andet halvår, hvorfor ledelsen forventer en omsætning på 31 mio. kr. EBITDA-margin forventes at blive 10 % med et resultat på 5 mio. kr. til følge.

#### Cloud:

Cloud-segmentet oplever stigende aktivitet, som følge af brugernes ønske om at være on-line 24/7, uanset hvor i verden man måtte befinde sig. Fokus er på centrale IT-løsninger med fælles infrastruktur. Der er tale om både lukkede (Private) og åbne netværk (Public), 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 Private 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 opetid 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 brugere, der gerne vil på nettet, hjælper en stærk serverarkitektur ikke. Netforbindelsen vil i så fald være en flaskehals. 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 aktiekøbet i Basho Technologies, som man samarbejder med. Sidste års køb af Erlang Solutions Ltd. har åbnet et stort markedspotentiale for denne form for kommunikation indenfor Telekom-sektoren.

Aktiviteterne fra købet af Erlang Solutions bidrog i første halvår med en omsætning på 14 mio. kr. Udover dette køb har den underliggende forretning udviklet sig godt i år med en stigning i omsætningen på ikke mindre end 58 % til 50,5 mio. kr. EBITDA-margin er med 15,8 % næsten uændret i forhold til samme periode sidste år. Bundlinjen er forbedret grundet det øgede aktivitetsomfang. I andet halvår forventes omsætningen hævet til 65 mio. kr., hvorved en årsomsætning på 115 mio. kr. forventes. Fra andet halvår er Orange11 indeholdt i prognosen, og herfra forventes en omsætning på 20 mio. kr. Indenfor Cloud er skalerbarheden stor, og det vil kunne aflæses i resultaterne i takt aktivitetsforøgelsen. Salget af Cloud-løsninger sker primært i Danmark, England, Sverige og Polen.

#### 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 meget stor. Konsulentopgaver udføres derimod ad hoc og kræver man-power (timer). I A-kategorien ligger de for selskabet mest lukrative opgaver med stabile relationsforhold og opgaver om fx drift- og licenssalg, konferencer og kurser. I B-kategorien drejer opgaverne sig om fast samarbejde ud fra en løsere ramme 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, hvor en aktiv indsats for gensalg er påkrævet. Her er man ofte i hård konkurrence med andre. I første halvår fordelte omsætningen sig med A: 32 %, B: 40 % og C: 28 %. Målsætningen i år er at få en fordeling mellem A, B og C omsætningen på hhv. 40 %, 40 % og 20 %. Indtjeningsmæssigt ligger den største fortjeneste for Trifork i A-gruppen, og Trifork arbejder med andre ord på at styrke sine relationer til kunderne, hvorved indtjeningen vil kunne forbedres.

## Fremtidsudsigter

Regnskabet for første halvår 2012 betegnes af ledelsen som acceptabelt. Trifork udmærker sig ved at fortsætte vækststrategien i et tempo, hvor organisationen kan følge med. Ledelsen ønsker at fastholde hvert enkelt kontors individuelle særpræg, samtidig med at der på koncernniveau opnås synergi mellem kontorerne til gavn for medarbejdere, kunder og selskabet. Antal ansatte på hvert kontor søges derfor holdt på maksimalt 100. Kontoret i Århus, der samtidig er koncernhovedsæde, skal derfor nu deles på to lokationer for at sikre det individuelle særpræg.

Processen med at udvide aktiviteterne internationalt fortsætter. Senest med købet af Orange11. Sidste års køb af Erlang Solutions Ltd. er nu integreret i koncernen, og Trifork satser aktivt på udnyttelse af sit samarbejdsforhold med Basho Technologies. Ledelsen har i de seneste år opstillet ambitiøse mål for koncernens udvikling og har levet op hertil. Set med investorenes øjne er det særdeles vigtigt, at ledelsen gang på gang lever op til de ambitiøse mål. Det koster at vokse ved opkøb. Dels er der selve købsprisen og siden udgifter til ressourcer for at opnå en hurtig integration af de tilkøbte aktiviteter. Ledelsen synes at have "hands-on" i denne proces. Så vidt vi kan vurdere det gennemføres købene til priser, der forekommer at være fornuftige (rimelig goodwillbetaling). Hidtil har alle køb omfattet virksomheder, der har tilført ekstra værdi til Triforks forretning. Gennemslaget af satsningen på købet af Erlang Solutions sidste år ser allerede ud til at indfinde sig i år.

Målsætningen om at vokse 15-25 % årligt er ambitiøs. I første halvår har Trifork imidlertid formået at løfte salget med hele 33 %, og hvis prognosen for hele året holder, er der udsigt til en vækst i salget på over 30 %. Trifork vil sandsynligvis om 3-4 år være mere end fordoblet i størrelse, og indtjeningen vil kunne opnå fordel af denne ekspansion i form af stordriftsfordele. Selskabet har et mål om at hæve EBITDA-margin fra forventet 15,7 % i 2012 til 20 % indenfor to-tre år. Trifork-aktien handler til en P/E 2012E (17,2:1,03) på 16,7. Det er samme niveau som SimCorp. Forskellen på de to virksomheder ligger i deres udviklingstrin, hvor SimCorp er en moden udbyder i sit segment med solid markedsandel, men til gengæld også begrænset vækstpotentiale. Trifork får på baggrund af de lovende fremtidsudsigter en købsanbefaling.

## Regnskabstal

mio. DKK	2008	2009	2010	2011	2012E
Omsætning	97,9	122,4	142,0	174,5	230,0
EBITDA	11,2	10,6	20,1	28,2	36,0
EBIT	6,1	5,2	11,9	19,8	27,0
Resultat før skat	4,1	4,1	11,8	20,7	25,5
Nettoresultat	2,9	1,8	8,1	15,8	18,5
Balance	77	80	83	127	180
Nettofinansposition	-12	-3	-1	3	-30
Immaterielle aktiver	24	31	29	42	65
Egenkapital	38	37	41	57	70
Antal ansatte	86	109	101	124	175
Lønsum mio. DKK	49	72	67	71	98
Res. pr. aktie DKK	0,16	0,12	0,48	0,90	1,03
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	3,94
Overskudsgrad %	6,2	4,2	8,4	11,3	11,7
Egenkapitalforr. %	7,8	4,7	20,6	32,0	29,1
Egenkapitalandel %	49	46	51	52	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.