

Konklusion

Trifork opnåede en vækst i omsætningen på 23 % i 2011, hvilket er i den øvre del af det udmeldte interval om en årlig vækst på 15-25 %. Indtjeningen følger med op og overstiger selskabets egen prognose. Den udenlandske andel af omsætningen er stigende i tråd med selskabets ambitioner. Nye kontorer blev sidste år åbnet i England, Sverige og Polen som følge af købet af aktiemajoriteten i Erlang Solutions. En ny opdeling af forretningsområderne i Mobile, Agile og Cloud skal sikre bedre udnyttelse af selskabets kernekompetencer og skabe en bedre synlighed omkring selskabets virke. For 2012 forventer ledelsen en vækst i omsætning og EBITDA på over 20 %. År efter år leverer Trifork den lovede vækst. Trifork har udvidet forretningsomfanget indenfor Mobile til at omfatte et stort samarbejde med Grundfos. De her opnåede kompetencer vil kunne videreføres til andre store industrivirksomheder.

Aktien handles til en P/E (2012E) på 17,9. Trifork repræsenterer en interessant langsigtet udviklingsmulighed som følge af udsigt til kraftig vækst i aktivitetsomfanget og desuden en højere overskudsgrad. Finansielt har selskabet - pga. de fremadrettede investeringer - fået en beskedent nettogæld. Risikomæssigt er styringen af den hurtigt voksende organisation det vigtigste punkt fremover.



Aktuel Kurs: 20,0

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 360,0 mio. DKK

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

Næste regnskab: Q1 regnskab 22-05-2012



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen forventer en vækst i omsætning og EBITDA-resultat på over 20 % til hhv. 215 mio. kr. og 34 mio. kr. Det er 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.

Anbefaling:

Kort sigt: Hold

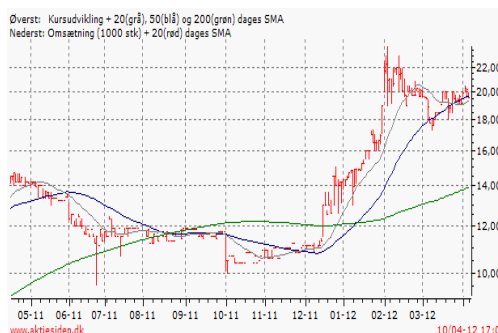
Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 17 – 22

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 22 – 25

Tidligere anbefaling Kort/Lang: Kurs 11,1 Hold/Køb (09-12-11)

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	22,3
Lav	10,4



Muligheder

Det er muligt at øge dækningsbidraget på bestående kunder. Selskabet ekspanderer både geografisk ved nye lande og opgavemæssigt med nye typer. Konferenceaktiviteterne sikrer tilgang til ny viden og øger kendskabsgraden af selskabet internationalt. Finansielt er der fortsat plads til køb af virksomheder. Opdeling i nye forretningsområder giver mulighed for øget og mere fokuseret salg. Cloud teknologien, som er selskabets kernekompetence, er i stærk vækst.

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. Udvikling for at holde sig i front rent teknologisk er en risiko. Et højt aktivitetsniveau i forhold til kapitalgrundlaget og planen for ekspansion internationalt stiller krav til stram økonomisk styring, dvs. høj operationel risiko. Den mod selskabet og dets CEO rejste sigtelse omkring mulig kursmanipulation i forbindelse med børsintroduktionen kan give negativ påvirkning.

Facts om Trifork

- 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.
- 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).
- Hovedkontoret er placeret i Danmark med stigende fokus på internationalisering. Trifork har kontorer 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 må 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 2011 i procent: 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.
- Aktiens likviditet er stigende, idet der sidste år blev omsat 3,4 mio. aktier svarende til en børsværdi på 37,6 mio. kr. Målt på antal aktier er der tale om en stigning på 187 %.
- Udbytte: For 2011 udloddes 40 % af overskuddet i form af et udbytte på 0,35 kr. pr. aktie.

De tre forretningsområder

Mobile:

I 2011 stod dette segment for 34 % af salget. EBITDA blev næsten fordoblet fra 6,1 mio. kr. til 11,6 mio. kr. EBIT-margin steg til 14,7 %.

Dette segment, der tidligere primært var rettet mod finanssektoren, er blevet udvidet i forretningsomfang. Udover at udvikle og sælge IT-løsninger til brugere af smartphones og Tablets i finans- og sundhedssektoren, satses der nu også på løsninger til industrivirksomheder. Store løsninger til banksektoren er allerede udviklet 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.

Et nyt område har åbnet sig indenfor industrivirksomheder med et stort samarbejde med Grundfos. Her har Trifork bidraget med ny teknologi, således at IT-styrede varmepumper fra Grundfos kan serviceres via smartphones eller Tablets – uden at service-medarbejderen behøver fysisk at være nær pumperne. Det er en væsentlig salgspareparameter for Grundfos, der kan dokumentere lavere udgifter til service og vedligehold. En sideeffekt er en forbedret udnyttelse af varmepumperne til gavn for miljøet.

Trifork satser på at øge aktiviteterne i ind- og udland indenfor Mobile. Man har derfor ansat Peter Rørsgaard med overordnet ansvar for dette område. Løsninger udviklet til iPhone og Android styresystemer vil kunne overføres til Windows Phones om nødvendigt.

I 2012 ventes en vækst på 25 % til en omsætning på 75 mio. kr. og et EBITDA-niveau på 14 mio. kr. svarende til en EBITDA-margin på 18,7 % (19,6 % i 2011).

Agile:

Her tilbydes kunderne udvikling af softwareløsninger både billigere, hurtigere og mere fejlfrit, end hvad branchen er vant til. Desuden er kursusaktiviteterne placeret under Agile. Afholdelse af virtuelle 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. Konceptet er unikt, idet selskabet udover at tilegne sig erfaringer også tjener penge på dette.

I 2011 tjente Trifork 2,0 mio. kr. målt på EBITDA, hvilket var en femdobling i forhold til året før. I 2012 ventes aktiviteten at blive øget med 10-15 % og en fordobling af EBITDA-resultatet til 4 mio. kr.

Cloud:

Cloud er det største segment med en andel af omsætningen på 45 %. Dette område voksede ikke i 2011, hvilket skyldes, at proceduren omkring offentlig licitation bremsede fremkomsten af nye opgaver. Folketingsvalget i Danmark i november skabte et politisk vakuum, hvor offentlige myndigheder udviste tilbageholdenhed frem til valget. Det førte i første halvår til et fald i omsætningen på 28 %, mens andet halvår igen bød på stigende aktivitet. Problemet med den stagnerende omsætning vurderes som værende forbigående.

Målt på EBITDA bidrog Cloud med 13,3 mio. kr. svarende til en EBITDA-margin på 16,7 % og en EBIT-margin på 13,9 %. Denne del af aktiviteterne omfatter 56 medarbejdere.

Cloud segmentet beskæftiger sig primært med 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 oppejdet og reducerede udgifter til servere m.m.

Trifork har gennem de seneste år arbejdet med Cloud Computing på serversiden, hvilket betyder at data kan tilgås nemt og hurtigt, hvis man er på nettet. 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 gennem de seneste 18 måneder 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. Dette produkt er bl.a. anvendt i en ny stor festivalapplikation. Arbejdet med Cloud databaser er blevet styrket med købet af Basho Technologies.

For 2012 ventes væksten at komme tilbage med en stigning i niveauet 25 %, og omsætningen estimeres at nå 100 mio. kr. EBITDA-margin anslås at nå 16 % (16,7 % i 2011) med et EBITDA-resultat på 16 mio. kr.

ABC-omsætning

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, og hvor Trifork løbende anvendes som en strategisk partner. 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 har for alvor sat skub i planen om internationalisering, og opkøb af velegnede selskaber ud fra en strategi om kontrolleret vækst ventes at fortsætte. Købene sidste år af Erlang Solutions og en øget ejerandel i Basho Technologies forekommer at være fornuftige, idet disse selskaber besidder teknologi, der er vigtig for Trifork. I den forbindelse hæfter vi os ved, at man regnskabsteknisk har foretaget en nedskrivning på goodwill fra tilkøb, som dog kompenseres af lavere udgifter til en Earn-out aftale.

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 hvert eneste af de foregående år og har også i 2011 opfyldt sine mål. Derfor anser vi det også for sandsynligt, at resultaterne i 2012 vil indfri forventningerne.

Den danske forretning udgør kernen og søges udviklet videre med nye tilbud til sundhedssektoren og banker m.fl. En styrkelse inden for andre segmenter vil være positiv ved at udvide vækstmulighederne og reducere risikoen. Selskabet i Schweiz er ved at opnå størrelse og en anerkendt position på dette marked inden for Mobile. 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. Fordelen af kombinationsmulighederne mellem Erlang og Trifork skal nu til at vise sig i praksis. For Trifork har det samtidig betydet, at man har undgået en vanskelig opstart fra nulpunktet i England.

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.

Cloud-teknologien vinder fortsat stigende indpas hos brugerne. Ikke mindst den offentlige sektor har fået øje på de store besparelser ved at anvende Cloud. De fremtidige muligheder for dette virkefelt må anses for meget store for Trifork.

Strategien for en internationalisering af koncernen er nået et stort skridt frem ad i 2010-11. 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 (EBIT) burde derfor kunne stige til 12-13 % i 2015. Selskabets ambition er at opnå en EBITDA-margin på 20 % indenfor tre år.

Sigtelse mod Trifork og CEO Jørn Larsen

Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet (SØK) har medio marts rejst 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.

I den nævnte periode har der været foretaget forholdsvis få handler, og sigtelsen vedrører – så vidt vi kan vurdere det - den meget høje andel af omsætningen, som ebh bank stod for.

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.

Sammenligning med andre danske IT-aktier

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

Danske IT aktier	Børskurs	Børsværdi mio. kr.	P/E(12E)
Trifork	20,0	360	17,9
SimCorp	1.000	4.600	17,5
Columbus IT Partner	1,51	160	26,5

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.