

Konklusion

Året 2010 har dokumenteret solid udvikling i hele virksomheden med indtjeningen i stor fremgang. Niveauet er tilfredsstillende. En stor vækstplan er påbegyndt med trinvis etablering af 7 enheder i udlandet over 5 år. Målet er en fordobling af koncernens størrelse. London åbnes i år. Udnyttelse af viden til salg af parallelle løsninger og produkter sammen med lavt kapitalbehov burde indebære moderat risiko. Aktien er en interessant langsigtet placeringsmulighed med et højt afkast-/risikoforhold.



Aktuel Kurs: 13,1

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 230 mio. DKK

Antal aktier: 18 mio. styk (heraf 0,437 mio. egne aktier)

Næste regnskab: Q1 den 05-05-2011



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen forventer en omsætning på 170 mio. kr. (+20 %) og et EBITDA resultatbidrag på 25 mio. kr. (+25 %). Væksten skal komme i Finance segmentet og Academy. Public påregnes at få en mindre nedgang. Kontor åbnes i år i London. En aftale er indgået med Basho Technologies Inc., USA, om salg af dets Riak produkt i Europa og en ejerandel.

Anbefaling:

Kort sigt: Hold

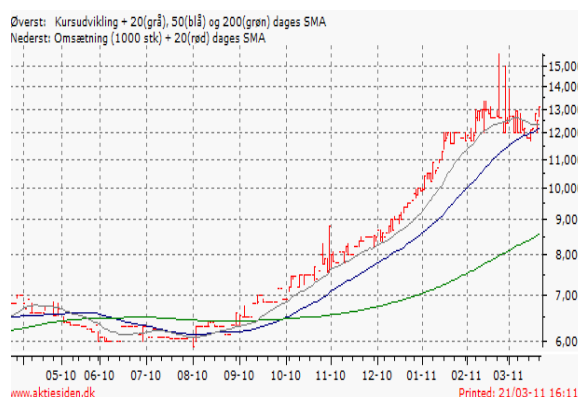
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 10 – 15

Kursudvikling 12-18 mdr.: 12 – 18

Tidligere anbefaling Kort/Lang: Kurs 8,25 Hold/Køb (11-11-10)

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	15,6
Lav	5,9



Muligheder

En ambitiøs 5 årig plan med 20 % årlig vækst er sat i gang. Etablering internationalt skal udnytte kompetencerne og give en styrkelse af den samlede konkurrenceevne. Finansielle kunder er første led i denne indsats (mobil-netbank). Behovet for kapital til væksten er lavt pr. arbejdsplads. Generelt giver strukturen med langsigtede relationer til kunderne et godt grundlag af kontinuerte indtægter. Opgaver for den offentlige sektor (med sundhed som speciale) baseret på åbne systemer er i en indledende fase. Evnen til at akkumulere viden og nyttiggøre denne fremover indebærer en skjult værdistigning over tid.

Risici

Tilgangen af opgaver er en flaskehals. Fastholdelse af en positiv reputation baseret på succes i forløbet af projekterne er afgørende for forlængelse og opnåelse af nye kontrakter. Besparelser hos kunderne kan forsinke og reducere ordrenes omfang. Udviklingen i konkurrencen er vigtig. Lave barrierer for nye aktørers indtrængning udgør en vedvarende trussel i en dynamisk branche som IT. For Trifork gælder det også opgaven med at fastholde medarbejderne. 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 virksomhed i udlandet i de kommende fem år. Første sted er Zürich, Schweiz, der startede for et år siden og nu omfatter knapt 20 medarbejdere. Et kontor åbnes i London i 2011. Målet for vækst i omsætningen 3-5 år frem er 15-25 % p.a. og ønsket er her at nå mindst 15 % andel fra udlandet.

Geografisk fordeling af omsætningen i procent: Danmark 85, EU 7, Øvrige 8 %.

Segment: Public 57, Finance 25, Academy mv. 18 %.

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

Medarbejdere: 101 (+20 i det associerede selskab i Schweiz). Personalet er fordelt 81/19 på mænd/kvinder. Andelen med en uddannelse på minimum Bachelor-niveau er 84 %. Høj tilfredshed ses af lavt sygefravær (1,7 %) trods en gennemsnitlig arbejdstid på 38,5 timer.

Ejerforhold: Trifork Holding ApS 24,95 %, Blackbird Holding ApS 23,14 %, 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 64,53 %. 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, 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 få 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 (kompetenceopbygning), 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 via den løbende kompetenceopbygning. Evnen til at løfte nye og større opgaver øges hele tiden. Et eksempel er den succesfulde udvikling i 2010 af en mobil-netbank løsning udført for Danske Bank, der har rustet selskabet til at løfte lignende opgaver og videreudvikle konceptet.

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 pantebreve. 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. De relancerede varemærker er GOTO Conferences og QCon. 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. Netværksopbygning er ligeledes 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 den nye vækstplan. Formatet er stort med GOTO arrangementer i London, Zürich, New York, San Francisco, Melbourne og Sydney ud over hjemstedet i Århus. København, Amsterdam og Prag er næste mål.

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. I London åbnes et kontor i år med fokus på Finance.

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, og afkastet i de kommende år skal retfærdiggøre den bogførte værdi af de immaterielle aktiver. Kapitalbindingen i virksomheden i form af fysiske anlægsaktiver og nettodriftskapital udgør kun 15 mio.kr., svarende

til ca. 150.000 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 20 % p.a. Andelen af udenlandsk aktivitet påregnes at stige stærkt i de kommende år. Udfordringen bliver derfor i højere grad evnen til styring og kontrol end selskabets begrænsede økonomiske ressourcer.

Fremtidsudsigter

Året 2010 har givet en markant fremgang og styrkelse af selskabets stilling, hvorved grundlaget er til stede for planen om vækst internationalt. Tidsrammen er indtil videre perioden frem til 2015. Økonomisk er resultatet forbedret til 10 % i EBIT-margin. Evnen til Cash Conversion er vigtig. Vi forventer en forbedring på dette punkt i 2011, således at 75 % af nettooverskuddet vil fremstå kontant.

For 2011 er der udsigt til en vægtforskydning. Public segmentet vil stabilisere sig med et mindre fald i omsætningen, mens Finance skal foretage et ryk frem i både omsætning og resultat. Vækstmuligheden ligger i udbredelse af produktløsninger med mobil-netbank. De to udenlandske enheder i Zürich og det nye datterselskab i London skal også satse på at udnytte Trifork's kompetence på dette felt. Ud fra denne styrkeposition burde indtjeningen kunne blive solid og risikoen være moderat, uanset der vil indgå en stor indsats i videre udvikling, modificering, tilpasning osv.

Public er fokuseret på sundhedsvæsenet i Danmark med sygehuse som den centrale kundegruppe, og her er der fortsat store udviklingsmuligheder omkring systemløsninger, der kan sikre hurtig og sikker adgang til de relevante data. Det gælder i særdeleshed for personer som ankommer akut for at blive behandlet. Selskabets stilling som kvalificeret leverandør i dette segment ser ud til fortsat at være i top, men man er afhængig af disse stadig mere koncentrerede brugeres beslutninger, herunder politisk bestemte rammer for udgifter og tempoet i modernisering.

Trifork har indledt to interessante samarbejder. Det ene drejer sig om aftalen med Basho Technologies, Inc., USA, der drejer sig om metoder til at sikre konstant adgang til IT-systemerne, der jo er en særlig kritisk faktor på akut-afdelinger. Såfremt denne partners koncept indfrier forventningerne, kan det udgøre et vigtigt supplerende produkt. Den anden aftale drejer sig om indhold i form af et samarbejde med Instruksen.dk, der er en lægefaglig database til støtte i praktisk brug. Perspektivet er her at etablere en form for Smartphone baseret informationsadgang. Sikker IT-drift med trådløst udstyr kan udnytte lighed med løsningerne til mobil-netbank.

Academy's indtjening skal igen bringes op på et solidt niveau, og her nåede man i 2010 første trin. Samtidig udvides omfanget af arrangementer med flere storbyer. Dette segment har i øjeblikket karakter af et supplement til de to andre, der udgør drivkraften.

Trinvis etablering i udlandet ser ud til at blive vejen frem. Zürich åbnede i 2009/10. Et datterselskab i London er klar i år. Start to nye steder hvert år i 2012-14 er perspektivet. 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. Realistisk set må det antages, at hver af de syv påtænkte nye enheder vil kræve 3-5 mio. kr. i startkapital. Der er nemlig et forholdsvis beskedent behov for faste aktiver. Samlet indebærer det en satsning på op mod 35 mio. kr.

Indtjeningsmæssigt vil de nye driftsenheder kunne belaste moderat i startfasen. Med en trinvis igangsættelse vil det være muligt at gøre brug af erfaringerne fra de første enheder, ligesom man helt kan stoppe ekspansionen, hvis noget går alvorligt galt. På langt sigt indebærer vækstplanen et stort perspektiv for indtjeningen. Da der ikke påtænkes foretaget opkøb, vil der ikke være nogen udgift til afskrivning af goodwill, men til gengæld må der som nævnt påregnes et par år med underskud eller minimal indtjening i startfasen.

Til trods for opstartsbelastningen er der udsigt til, at indtjeningsbidraget fra den eksisterende aktivitet vil vokse hurtigere. Afskrivning på immaterielle aktiver (Amortisering i EBITDA-begrebet) må formodes at holde sig konstant i de kommende fem år, mens EBITDA indtjeningsbidraget må antages at stige i takt med omsætningen, dvs. 20 % om året. Efter den stærke udvikling i indtjeningen sidste år er der mulighed for allerede i 2011 at nå op på en overskudsgrad (EBIT) på 10 %. Set frem mod 2015 ser niveauet for EBIT-marginalen ud til at kunne stige til 12-13 %. I praksis vil der næppe kunne gennemføres et så stort ekspansionsprogram med fordobling af virksomheden i løbet af kun fem år uden at der vil kunne indtræffe negative afvigelser, men det burde der være råd til.

Aktien som investering

Selskabet har formået at opretholde positiv indtjening og vækst igennem kriseårene, og nu er disse overstået for Trifork's vedkommende. Indtjeningen i 2010 var tilfredsstillende med over 20 % i egenkapitalforrentning. Selskabet skal således betale faktisk skat fuldt ud, hvilket er en god indikator. Det samme gælder selskabets politik om at udlodde udbytte. Man har opnået godt greb om hele forretningen - bortset fra associerede selskaber med lav ejerandel.

Udsigterne for 2011 er positive, men det beror på succesfuld gennemførelse af et skift i vægten med stor fremgang for Finance. Det er derfor en usikkerhedsfaktor. Selskabets kompetenceniveau og teknologiske grundlag må anses for førende, og dermed rummer Trifork et stort potentiale. Planen om en fordobling af den samlede størrelse i løbet af kun 5 år med international udbygning, giver aktien Upside.

Risikoen i en så stor ekspansion burde være rimelig henset til, at man satser på at "sælge mere af det samme". Investorerne vil lægge vægt på, om den kontrollerede vækst i praksis forløber nogenlunde stabilt uden store udsving i resultatet fra de syv påtænkte enheder i udlandet. Fuld selvfinansiering burde være mulig takket være indtjeningen fra den eksisterende kerneforretning i Danmark.

Aktien er steget betydeligt i gennem det seneste halve år. Fremgangen i indtjeningen sammen med konkrete tiltag for vækst i udlandet er baggrunden herfor sammen med positiv omtale af succes med løsningen for mobil-netbank. Ved kurs 13,1 er børsværdien 230 mio. kr.

P/E(2011E) kan estimeres til 19,3. Der er tale om en spændende virksomhed og en aktie med et højt afkast-/risikoforhold.

Regnskabstal

mio. DKK	2007	2008	2009	2010	2011E
Omsætning	57,5	97,9	122,4	142,0	170,0
EBITDA	9,6	11,2	10,6	20,1	25,0
EBIT	5,8	6,1	5,2	11,9	17,0
Resultat før skat	5,3	4,1	4,1	11,8	16,7
Nettoresultat	3,5	2,9	1,8	8,1	12,0
Balance	60	77	80	83	95
Nettofinansposition	7	-12	-3	-1	6
Immaterielle aktiver	23	24	31	29	26
Egenkapital	36	38	37	41	51
Antal ansatte	69	86	109	101	112
Lønsum mio. DKK	32	49	72	67	76
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	2,85
Overskudsgrad %	10,1	6,2	4,2	8,4	10,0
Egenkapitalforr. %	9,7	7,8	4,7	20,6	26,1
Egenkapitalandel %	60	49	46	51	55

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.

