

## Konklusion

Selskabet har i år for alvor sat skub i planen for international ekspansion. Det er sket ved køb af aktiemajoriteten i Erlang Solutions i England/Sverige/Polen og en minoritetsandel i Basho Technologies, USA. Der skal samarbejdes med dette selskab om databaseprodukter med høj driftssikkerhed. Finance segmentet har kraftig fremgang inden for mobilbank-løsninger, hvor den stærke stilling for alvor giver bonus. Eneste negative afvigelse er en forsinkelse af ordreindgangen i Public segmentet pga. skærpede krav ved offentlige udbud, men det er blevet kompenseret af andre opgaver. En normalisering af markedsforholdene for disse opgaver er i gang. Aktien handles til et P/E(2011E) tal på 16, og beregnet for 2012 bliver tallet formentlig ca. 14. Trifork repræsenterer en interessant langsigtet udviklingsmulighed som følge af udsigt til kraftig vækst i aktivitetsomfang og 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: 11,1

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 195 mio. DKK

Antal aktier: 18 mio. styk (heraf 0,440 mio. egne aktier)

Næste regnskab: Q4 med årsregnskab 23-03-2012



### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Aktiviteten er udvidet ved opkøb i udlandet, og samordningen forløber tilfredsstillende. For året påregnes en omsætning på 180 mio. kr. I rapporten for Q3 opjusteres EBITDA-resultatet til forventet 28 mio. kr. Trifork har opnået et gennembrud for mobile applikationer inden for Public segmentet, og Finance skal levere en mobil løsning til en stor bank i Schweiz. Alle udenlandske enheder har positiv indtjening.

### Anbefaling:

Kort sigt: Hold

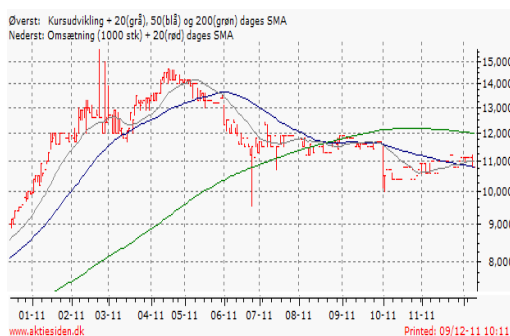
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 10 – 15

Kursudvikling 12-18 mdr.: 12 – 18

Tidligere anbefaling Kort/Lang: Kurs 11,8 Køb/Køb (07-09-11)

### 1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

|     |      |
|-----|------|
| Høj | 15,6 |
| Lav | 8,25 |



### Muligheder

Arbejdet med at øge dækningsbidraget på bestående kunder fortsætter. Nye markeder åbnes. Udnyttelse af viden på tværs giver en interessant kombination af større omsætning og effektivitet i udnyttelsen af know how. Efterspørgslen på mobile løsninger oplever en kraftig udvikling. Det passer til arbejdsmetoden med fokus på kernen og trinvis udbygning med nye moduler. De tilkøbte selskaber besidder styrke på supplerende felter, og det skal udnyttes. Projekter akkumulerer en videnbase hos Trifork, som giver stigende konkurrenceevne. En minimal gæld giver plads til optagelse af lån for yderligere ekspansion.

### Risici

Ændrede udbudsregler i det offentlige kan føre til prisreduktion. Der er risiko for nedskrivning af bogført goodwill fra køb af ejerandele i selskaber. Udvikling for at holde sig i front rent teknologisk er en risiko. Fragang af medarbejdere er en trussel, men man har sikret sig mest muligt mht. de vigtigste medarbejdere. Lave barrierer for nye aktørers indtrængning udgør en vedvarende trussel i en dynamisk branche som IT. 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

Virkefelt: Selskabet er IT-leverandør med aktivitet i form af 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 er i gang med at opbygge en omfattende virksomhed i udlandet. Trifork er i dag etableret i Århus, København, Stockholm, Krakow, Zürich og London. Opkøb indgår som led i vækstplanen, og den seneste overtagelse er Erlang Solutions Ltd. Målsætningen er at være repræsenteret i 7 byer i 2015, og væksten i omsætning 3-5 år frem skal være på 15-25 % p.a. I 2015 påregnes derfor opnået en omsætning på ca. 400 mio. DKK.

Geografisk fordeling af omsætningen i 2010 i procent: Danmark 85, EU 7, Øvrige 8 %. Udlandsandelen er på 16 % i år (Q1-3).

Segmenter (2010): Public 42, Finance 36, Academy mv. 22 %.

Ledelse: Jørn Larsen (44) er adm. direktør; Johan Blach Petersen (60) er formand for bestyrelsen.

Medarbejdere: Efter de seneste erhvervelser er det samlede medarbejderantal steget til ca. 160. En stor del af de ansatte har en uddannelse på minimum Bachelor-niveau. Lavt sygefravær peger på høj tilfredshed hos medarbejderne trods en relativ høj gennemsnitlig arbejdsuge (tæt på 38,5 timer).

Ejerforhold: Trifork Holding ApS 25,11 %, Blackbird Holding ApS 19,40 %, Kresten Krab Thorup Holding ApS 9,47 %. 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 54,0 %. Selskabet ejer 2,4 % egne aktier. Øvrige aktionærer (free flow) udgør 43 %.

## Beskrivelse

Selskabet blev 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 i Triforks arbejde med at udvikle, sælge og levere IT-løsninger til den finansielle og offentlige sektor i Danmark og udlandet. Metodemæssigt arbejder Trifork efter Scrum. Denne "agile" (dansk: rask/adræt) udviklingsmetode tillader, at Trifork som systemudvikler i tæt samarbejde og dialog med kunden kan fokusere indsatsen på de 10 % funktionalitet, der er allervigtigst. Denne isolerede del udvikles og afleveres til gengæld i løbet af få uger. Kunden opnår en tidsmæssig gevinst, at keredelen af systemet meget hurtigt kan sættes i drift, og at udviklingsomkostningerne reduceres og anvendes til kernefunktionaliteten. For Trifork betyder det "Long Tail" karakter af opgaverne som et positivt element, hvorved man beholder kundekontakt og indtægter. Det åbner adgang til, at Trifork kan tilbyde ekstraservices til bestående kunder, hvorved opgavernes art udvides og indtjeningen pr. kunde øges.

Høj kvalitet og tilfredshed med Trifork's løsninger er en afgørende parameter i konkurrencen, som sikrer adgang til at deltage med bud på nye projekter. Et eksempel fra Public er Det Fælles Medicinkort, som blev udført af Trifork og tildelt Digitaliseringsprisen (Velfærd).

Akkumuleret viden udnyttes til at klare parallelle opgaver, der hele tiden forbedres i udførelsen. Trifork har med succes opbygget stor kompetence inden for mobil-netbank systemer, hvor funktionalitet kombineres med underliggende data- og kommunikationsmetodik i de forskellige banker ud fra platformen Tribank. Erfaringen fra Danmark overføres nu i stort omfang til brug i andre europæiske lande. Danske Bank-løsningen er også blevet prisbelønnet som en anerkendelse af høj kvalitet.

Deciderede egne, fulde systemløsninger indgår ligeledes, og på det felt er finansielle kunder i centrum. Man råder over to IT-systemer, Panteos og Pant400, der er avancerede administrationsløsninger til håndtering af pantebreve. Førstnævnte blev udviklet i 2005-06, mens Pant400 indgik via købet i 2007 af firmaet Delta Software. Salget til den finansielle sektor har klaret Finanskrisens påvirkning pænt, idet der er opnået en stærk stilling inden for mobil-netbank løsninger. Interessen fra bankernes side er høj for denne udvidelse af services.

Academy arrangerer møder, kurser og konferencer for IT-sektoren med vægt på udviklingen i spidskompetencerne. De relancerede varemærker er GOTO Conferences, QCon og YOW! 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 opgaver og samtidig over for kunder og mulige nye medarbejdere får lejlighed til at profilere sig. Netværksopbygning er 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 store vækststrategi. Formatet er stort med GOTO arrangementer i år i Århus, København, Amsterdam og Prag. QCon er i år programsat i San Francisco, New York og London samt YOW! i Brisbane og Melbourne i Australien.

Trifork er etableret i Århus, København og Zürich. Via købet af Erlang Solutions Ltd. (50,01 %) udvidedes med London, Stockholm og Krakow. Prisen for tilkøbene må formodes at være fornuftig. Desuden har ledelsen købt en andel (12,3 %) i det amerikanske selskab Basho Technologies Inc., der forventes at blive udgangspunkt for et større samarbejde omkring salg af dets Riak database-produkt i udvalgte europæiske lande. Basho's driftssikkerhed passer til Triforks fokus på udbredelse af mobile applikationer.

Kapitalbindingen i Triforks' egen virksomhed i form af fysiske anlægsaktiver og nettodriftskapital er lav med kun ca. 150.000 kr. pr. arbejdsplads. Det giver mulighed for opskalering (vækst) uden bremse fra mangel på kapital. Andelen af udenlandsk aktivitet påregnes at stige stærkt i de kommende år. Der er dog fortsat gode muligheder for udvidelse i Danmark inden for Public segmentet, men det afhænger af evnen til at opnå kontrakter. Overtagelsen i sommer af 75 % andel i de to serviceudbydere Diagnosekoder.dk og Instruksen.dk markerer en offensiv satsning på indhold til mobile applikationer for læger m.fl., dvs. et forsøg på at give det aktive sundhedspersonale adgang til en let tilgængelig "teknisk livline" uanset tid og sted. Udfordringen for ledelsen fremover bliver pga. væksten i de udenlandske aktiviteter i højere grad styring og kontrol. Da Finance segmentet dominerer i udlandet, øges denne branches vægt.

## Fremtidsudsigter

Trifork har for alvor sat skub i planen om internationalisering, og mobil-bank løsninger er blevet en spidskompetence. Erlang Solutions selskabet vil blive drevet videre selvstændigt men med udnyttelse af fælles fordele. Start på Basho-samarbejdet er en spændende udvidelse, der kan styrke aktiviteten inden for basal datadrift, hvor de mobile løsninger kræver høj sikkerhed i "opetid" og tilgængelighed for ikke at ødelægge fordelene ved brugen af de små, håndholdte smartphones. Det gælder i særdeleshed ved akutte lægeopgaver.

Sundhedssektoren har hidtil haft stor vægt i Public segmentet. Indsatsen for at udbrede mobile løsninger til læger og sygeplejersker skal nu vise sin styrke i praksis. Såfremt de store visioner kan gennemføres, kan man oparbejde et forspring med mulighed for overførsel til andre lande. Her vil samarbejde via licens dog nok vise sig påkrævet for at opnå det ønskede tempo, og Trifork må så selv nøjes med at klare eksempelvis de nordiske lande. Ideen med at opnå adgang til det faglige indhold i de to hjemmesider for læger m.fl. er ny og må ses som en vej til at forcere udbredelsen af de nye muligheder med mobilt tele-udstyr ("Klinikerens Mobile Arbejdsplads").

Finance er i fokus i de udenlandske enheder med mobile banksystemløsninger som den store chance for ekspansion. Trifork har fordel af at have været med i front takket være det meget høje udviklingsniveau for servicestandarden på hjemmemarkedet. Opbygningen af kompetence på feltet må kunne give bonus i form af evne til at opnå kontrakter og god indtjening via stordrift fra teknologioverførsel. Man skal klare opgaven ud fra de enkelte bankers lokale forhold, og hele tiden sikre at selskabet opretholder en ledende stilling på området. Allerede i indværende år har fremgangen i Finance vist sin værdi, idet indtjeningen herfra har været i stand til at opveje en uventet opbremsning i Danmark inden for Public segmentet pga. ændrede procedurer omkring offentlige udbud af opgaver. En normalisering af Public's marked er i gang, og omrokering af ressourceindsatsen har opvejet denne ydre påvirkning.

Strategien fra ledelsens side er således flerstrengt. Den danske forretning udgør kernen og søges udviklet videre med nye tilbud til sundhedssektoren og banker mv. En styrkelse inden for andre segmenter vil være positiv ved at reducere risikoen. Selskabet i Schweiz er ved at opnå størrelse og en anerkendt position på dette marked inden for Finance. 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. Værdien af kombinationsmulighederne for de to selskabers respektive produkttilbud skal nu vise sig. Trifork undgår samtidig en vanskelig opstart fra nulpunktet i England.

Investeringerne i tilkøb er væsentlig i år målt i forhold til Trifork's finansielle kapacitet. Afkastet forventes at slå hurtigt igennem. Der ser ikke ud til at være betalt store goodwill-beløb med risiko for nedskrivninger. Gennemslaget af satsningerne burde derfor vise sig allerede i 2012, mens påvirkningen i indværende år næppe bliver væsentlig.

Udvidelsen af produktsortimentet styrker evnen til at opnå ordrer, og samtidig burde det indebære en højere overskudsgrad på længere sigt i kraft af stordriftsfordele. Samordning er nok et mere korrekt udtryk for forholdet mellem Trifork og Erlang Solutions end integration, idet de to virksomheder skal drives videre hver for sig. Basho's produkter er en anden spændende tilføjelse, hvis styrke nu står over for en afgørende prøve mht. salg hos Trifork. Selve investeringen i Basho-aktier rummer ligeledes en udviklingsmulighed.

Fordelingen på de tre segmenter vil i første omgang få voksende vægt af Finance, men Public er samtidig inde i en spændende udvikling med de nye mobile services til sundhedspersonale. Academy supplerer og fungerer som en spydspids i opbygningen af relationer og udveksling af teknisk viden om udvikling af IT. Geografisk udvides aktiviteterne også i denne del af virksomheden, og profilen styrkes med en målsætning om at fordoble antallet af deltagere i årets konferencer.

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 i år af forretningsplatformen. Personalestyrken er nu oppe på 160 mod ca. 100 personer sidste år. Med forbehold for eventuelle ukendte problemer hos Erlang Solutions, burde denne virksomhed kunne fungere videre uden behov for integration eller økonomisk konsolidering (prisen for købet kendes dog ikke). Fordelen herved er, at Trifork vil kunne undgå et pausetrin vedrørende England men kan fortsætte med andre udvidelser.

Perspektivet er således, at Trifork om 4-5 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.

## Aktien som investering

Aktien oplever voksende interesse og omsætning på Børsen. Det frie flow er samtidig forøget som følge af salg fra de store aktionærers side. På investorsiden er flere ved at få øjnene op for potentialet i den store ekspansion, som er sat i gang. Imidlertid rummer en sådan satsning også risici, og nye investorer vil følge udviklingen for at vurdere, om den faktiske performance lever op til de store mål. I løbet af året er der fremkommet flere positive justeringer af forventningerne som følge af tilkøbene og en flot udvikling i indtjeningen i Finance segmentet. De fremadrettede tilkøb vil dog kun have beskeden påvirkning i indeværende år ud over at øge selve størrelsen af omsætning og aktivitet. Af nedenstående tabel fremgår en sammenligning på grundlag af den for 2011 forventede indtjening (vores estimer).

| Danske IT aktier    | Børskurs | Børsværdi mio. kr. | P/E(11E) |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| SimCorp             | 845      | 3.886              | 16,5     |
| Trifork             | 11,1     | 195                | 16,3     |
| Columbus IT Partner | 1,57     | 166                | 18,6     |
| cBrain              | 4,15     | 83                 | 13,7     |

Selskabet har en robust økonomi og moderat følsomhed samtidig med at den offensive vækststrategi i udlandet giver store udviklingsmuligheder. Aktien er derfor bedst egnet som en langsigtet placering med et stort men samtidig usikkert potentiale. På kort sigt udgør styrken inden mobil-netbank løsninger et ekstra aspekt med mulighed for markant fremgang i de næste par år, dvs. en chance for en form for Windfall Profit ved at være placeret på rette sted til rette tid med rette produkt. Det kan ikke alene give et løft i indtjeningen men også blive et springbræt i den geografiske ekspansion ud i Europa og bestræbelserne for en lignende udbredelse af mobile applikationer inden for sundhedssektoren som næste trin i væksten.

## Regnskabstal

| mio. DKK             | 2008 | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E |
|----------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Omsætning            | 97,9 | 122,4 | 142,0 | 180,0 | 220,0 |
| EBITDA               | 11,2 | 10,6  | 20,1  | 28,0  | 34,0  |
| EBIT                 | 6,1  | 5,2   | 11,9  | 18,0  | 23,0  |
| Resultat før skat    | 4,1  | 4,1   | 11,8  | 17,0  | 22,0  |
| Nettoresultat        | 2,9  | 1,8   | 8,1   | 12,0  | 15,5  |
| Balance              | 77   | 80    | 83    | 120   | 140   |
| Nettofinansposition  | -12  | -3    | -1    | -15   | -5    |
| Immaterielle aktiver | 24   | 31    | 29    | 40    | 37    |
| Egenkapital          | 38   | 37    | 41    | 51    | 63    |
| Antal ansatte        | 86   | 109   | 101   | 135   | 170   |
| Lønsum mio. DKK      | 49   | 72    | 67    | 85    | 105   |
| Res. pr. aktie DKK   | 0,16 | 0,12  | 0,48  | 0,68  | 0,88  |
| Udbytte i DKK        | 0,10 | 0,10  | 0,15  | 0,18  | 0,25  |
| Indre værdi i DKK    | 2,10 | 2,08  | 2,37  | 2,78  | 3,59  |
| Overskudsgrad %      | 6,2  | 4,2   | 8,4   | 10,0  | 10,4  |
| Egenkapitalforr. %   | 7,8  | 4,7   | 20,6  | 26,8  | 27,2  |
| Egenkapitalandel %   | 49   | 46    | 51    | 46    | 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.