

**CoreBuild opkøbet bidrager til, at Wirtek nu guider en omsætningsvækst på 61-65 % og en EBITDA vækst på 83-95 %. Wirtek er "on track" til at nå sine 2025 mål, som bygger på en gennemsnitlig årlig vækst på 30 %.**

- Med indregning af CoreBuild (fra 01-06-2021) opnåede Wirtek i Q3 en omsætningsvækst på 97 % og en stigning i EBITDA på 152 %. EBITDA-marginen steg fra 11,4 % til 14,5 % (år/år). Selskabets opnåede en organisk vækst i Q3 2021 på 19 %, hvilket er på niveau med den organiske vækst i 2020.
- Medarbejderkapaciteten vokser både organisk og via opkøbet, hvilket sikrer Wirtek et stærkt fundament for yderligere profitabel vækst. Wirtek beskæftiger nu 180+ medarbejdere.
- En del af strategiplanen Accelerate2025 er vækst på internationale markeder. Med opkøbet af CoreBuild-selskaberne eksekverer Wirtek på sin langsigtede strategi. Opkøbet sikrede adgang til kunder i Holland, Tyskland, Rumænien og USA. Samarbejdet med en bestående US-kunde er blevet udvidet, og i november kunne man melde om et strategisk gennembrud på det britiske marked med en stor langsigtet ordre til en kunde i finanssektoren.
- Wirtek opererer på et IT-outsourcing marked, der ifølge selskabet selv ventes at vokse med 7,7 % årligt frem mod 2027. Nyere rapporter viser imidlertid, at Covid-19 har øget forventningerne til markedsvæksten. Ifølge Statista forventes markedet for IT-outsourcing nu en årlig vækst på 8,93 % CAGR fra 2021-2026.
- Med nyheden om en stor kontrakt i UK samt et stærkt 3. kvartal estimerer Aktieinfo, at 2021 regnskabet lander i den øvre ende af ledelsens nuværende forventninger. En yderligere opjustering senere på året er ikke utænkelig. Med en fortsat organisk vækst på cirka 20 % er målet om 100 mio. i omsætning i 2025 indenfor rækkevidde. Ledelsen kigger efter yderligere opkøb, hvilket kan accelerere væksten. Der er med andre ord plads til positive overraskelser.
- Til nuværende kurs handler aktien, baseret på Aktieinfo's estimer, til en P/E 2021E på ca. 30, hvilket er tæt på branchenormen. P/E 2025E kan udregnes til ca. 18. Baseret på 2025-målene og ledelsens hidtidige eksekvering af strategien er aktien ingenlunde dyr. Vi vurderer fortsat, at aktien kan være en god placeringsmulighed for langsigtede investorer. Man skal imidlertid være opmærksom på, at aktiens børsomsættelighed er forholdsvis lav. Taget de seneste kvartalers positive udvikling i betragtning fastholder vi et fortsat positivt syn på aktien.

Aktuel Kurs: 20,0

Børs: First North i Danmark

Markedsværdi: 144,9 mio. DKK

Antal aktier: 7.245.912 styk



## Selskabets forventninger til 2021

Efter den seneste opjustering i august forventer Wirtek nu en omsætning på 44,5-45,5 mio. kr. og et EBITDA resultat på 5,9-6,3 mio. kr. i 2021. Det er en vækst i omsætningen på 61-65 % og 83-95 % for EBITDA. Ledelsen fastholdt forventningerne til året i forbindelse med Q3 regnskabet.

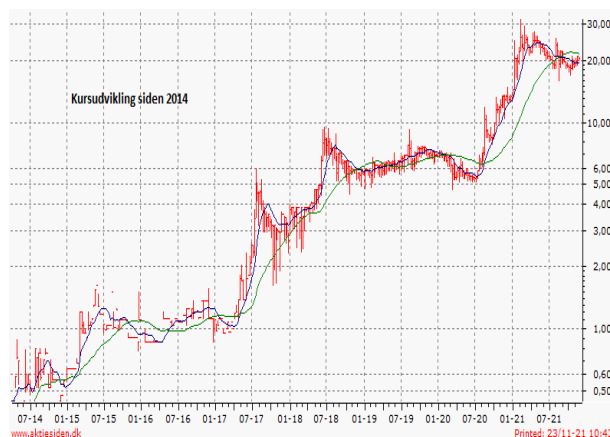
Ledelsen har med Accelerate25 som mål at opnå en gennemsnitlig profitabel omsætningsvækst på 30 % årligt frem til og med 2025. Før skat resultatet har 10 mio. kr. som mål i 2025.

## Aktievurdering:

Kursudvikling 0-6 mdr.: 20 - 26

Kursudvikling 12-18 mdr.: 26 - 30

Næste regnskab: Årsregnskab 09-03-2022



Seneste 12 måneder: høj: 31,8 / lav: 10,5

Aktieinfo modtager honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

## **Wirtek har oplevet stor fremgang i 2. og 3. kvartal 2021. CoreBuild ligner det helt rette strategiske og organisatoriske fit.**

De Rumænske IT-outsourcing søsterselskaber CoreBuild SRL og Core Technology Services SRL blev købt i første kvartal med effekt fra 01-06-2021. Det har straks bidraget positivt til salg og indtjening, og derfor løftede Wirtek i august guidance for 2021. Ledelsen forventer en omsætningsvækst for året på 61-65 % og en vækst i EBITDA på 83-95 %. Primo året og inden de gennemførte opkøb var prognosen for 2021 en omsætningsvækst på 14-20 % samt en EBITDA vækst på 9-18 %.

Den organiske vækst var i Q3 2021 på 19 %. Resten skyldtes opkøbet, der udgjorde 40 % af den samlede omsætning. Dette giver en omsætning i 3. kvartal på 5,5 mio. kr. fra CoreBuild, hvilket bekræfter vores tidligere tese om, at opkøbet synes særdeles attraktivt til en maksimal samlet pris på 10,8 mio. kr.

Det samlede salg i Q3 steg 97 % til 13,66 mio. kr. og EBITDA med hele 152 % til 1,99 mio. kr., mens før skat resultatet steg med 116 % til 1,65 mio. kr. (år/år). Det er imponerende, når man tager de ekstra omkostninger i forbindelse med opkøbene i betragtning. Hvis 2021 lander i midten ledelsens guidance, kan selskabet nå 2025-planens omsætningsmål på 100 mio. kr. med en gennemsnitlig årlig vækst på 22,1 %. Dette er ikke langt fra Wirteks organiske vækst de seneste par år, som har ligget i omegnen af 20 %.

Wirteks organisation er vokset fra 104 medarbejdere ultimo 2020 til 180+ medarbejdere. Det er stigning i kapacitet på 73 %, hvor opkøbet af CoreBuild står for cirka 40 %. Udover opkøbet har Wirtek altså hastigt rekrutteret medarbejdere, hvilket er særdeles positivt i et arbejdsmarked, hvor mange selskaber ikke kan finde arbejdskraft. Wirtek er godt rustet til yderligere organisk vækst de kommende kvartaler/år.

De seneste måneder har Wirtek skabt yderligere fundament for den fremtidige vækst. Først med annonceringen af en ordre løbende mindst to år frem på Cyber Security service til en bestående kunde i USA, og for nylig annonceringen af et flerårigt samarbejde med en ny kunde fra den finansielle sektor i Storbritannien. Begge ordrer er i tråd med strategiplanen Accelerate25, der blandt andet har vækst på internationale markeder som mål. Her er Vesteuropa netop et af nøglemarkerne, som ledelsen har udset sig. Wirteks finansielle 2025-mål ser altså ud til at være indenfor rækkevidde blot ved organisk vækst, og selskabet kan med yderligere opkøb inden 2025, komme til at overgå sine forventninger markant.

## **Ledelsen demonstrerer vigtig evne til at integrere opkøb.**

Et af de mest interessante forhold at tage med fra udviklingen i 2.- og 3. kvartal er Wirteks evne til at integrere en ny organisation. Med CoreBuild-opkøbet bidrag til EBITDA samt en forbedring i EBITDA-marginen til 14,5 % i Q3 demonstrerer organisationen evnen til effektivt at integrere og udnytte de forventede salgs- og omkostningssynergier. Man har før set, hvor afgørende evnen til at integrere opkøb i organisationer er for et selskabs langsigtede vækstmuligheder. Teoretisk synes synergieffekterne ved et opkøb åbenlyse, mens de empirisk set viser sig svære at udnytte i praksis. CoreBuild viste sig som det helt rigtige strategiske og kulturelle fit, og Wirtek demonstrerer med integrationen af selskaberne, at organisationen er gearret til vækst via opkøb. Det lover godt for fremtiden, og giver tro på, at Wirtek kan vækste yderligere gennem opkøb fremover.

## **Flere opkøb på vej?**

Wirtek har åbent meldt ud, at man forventer nye strategiske opkøb. Det seneste opkøb krævede, at selskabet trak på sin kassekredit. Derfor er den rentebærende gæld steget til 922.000 kr. CoreBuild-opkøbet blev finansieret via kontanter og egne aktier. Finansielt har man råderum til nye opkøb. Bestyrelsen ser helst, at Wirtek undgår udvanding af eksisterende aktionærer, hvilket vurderes som positivt for investorerne. Med et fortsat lavt rentemiljø er hel eller delvis gældsfinansiering altså en oplagt mulighed, og da CoreBuild-opkøbet allerede bidrager til et positivt cash-flow, burde det være muligt at finansiere yderligere opkøb til en fornuftig pris. Wirtek meldte i løbet af 3. kvartal ud, at bestyrelsen arbejder på at ansætte en CFO, som skal styrke C-level management. Det er et naturligt træk i forbindelse med ønsket om yderligere vækst gennem opkøb, og det vil gøre organisationen endnu bedre rustet til at håndtere de finansielle og strategiske aspekter ved fremtidige opkøb. Potentialet for fremtidige opkøb består som en interessant mulighed for at accelerere væksten yderligere.

## **Konkurrencen i IT-outsourcing er høj grundet den attraktive markedsvækst og de relativt lave indtrængningsbarrierer**

Hos Aktieinfo ser vi fortsat positivt på selskabets konkurrencesituation. Wirtek er en etableret aktør og står konkurrencemæssigt i en stærk position. Selskabets evne til år for år at vokse mere end markedet vidner om en stor konkurrencedygtighed. Wirtek har med de lave lønninger i Rumænien, og en organisation som i dag består af hele 87 % fakturerbare medarbejdere, et godt udgangspunkt for konkurrencedygtighed. Wirtek har en historisk høj kundefastholdelse og -loyalitet. Kunderne ser Wirteks IT-konsulent teams som en del af virksomheden selv. Mange af selskabets kunder har været hos dem i over 10 år. Talentfulde medarbejdere er et IT-konsulentselskabs vigtigste aktiv, og det er primært på den front, at selskaberne konkurrerer.

Wirtek beviser med en god fastholdelsesgrad af sine medarbejdere, at de er særdeles konkurrencedygtige som arbejdsplads. Ledelsen ønsker tilmed at øge medarbejderfastholdelsesgraden til 90+ %, som en del af 2025 strategiplanens operationelle mål.

Wirtek befinder sig i en rådgivnings- og serviceindustri med lavere indtrængningsbarrierer end i andre dele af IT-industrien. IT-outsourcing minder på en måde om konsulent- og revisionsbranchen, hvor store selskaber har betydelige brand-fordele, men hvor mindre selskaber kan være konkurrencedygtige og specialiserede. Det betyder, at konkurrenter kan tilgå industrien, men også at store spillere ikke umiddelbart kan komme ind og skabe uopnåelige konkurrencemæssige fordele på pris og service. Samlet set er dette positivt for en relativt lille aktør som Wirtek, der med stor kundeloyalitet og gode relationer har formået at hente markedsandele og dermed være særdeles konkurrencedygtige. Vi forventer, at selskabets stærke position kan fastholdes.

## **Wirtek tager skridt i den rigtige retning. Aktieinfo ser fortsat stærkt langsigtet perspektiv.**

Wirteks fremtid ser lovende ud, og de seneste kvartaler har det danske IT-outsourcing selskab taget yderligere skridt i den rigtige retning. CoreBuild opkøbet har sikret adgang til selskabets vigtigste aktiv – flere højt uddannede medarbejdere. Dermed er organisationen gearet til at håndtere den ventede fremtidige vækst. Via opkøbet har Wirtek sikret sig kunder i Holland, Tyskland, Rumænien og USA, og selskabet fortsætter med selv at vækste på nye markeder - senest med kontrakten i UK. Wirtek er dermed godt på vej mod den ønskede internationalisering, der skal sikre langsigtet vækst og geografisk risikospredning.

Et marked i stor vækst taler altid for en stærk langsigtet vækstcase. Covid-19 krisen har understreget vigtigheden af digitalisering hos små og mellemstore virksomheder, som er Wirteks primære kundegruppe. Markedet ser derfor ud til at vokse hurtigere end førhen estimeret, og forventes nu en årlig vækst på 8,93 % CAGR til 2026.

Der eksekveres på strategiplanen Accelerate25 med henblik på at øge omsætningen til 100 mio. kr. i 2025 og et før skat resultat på 10 mio. kr. Hvis man budgetterer med 22,1 % i årlig omsætningsvækst (2022-2025), når Wirtek præcis 2025 målet om 100 mio. kr. i omsætning. En sådan vækst er ikke langt fra selskabets organiske vækst de seneste år. Selskabet kan altså med yderligere opkøb indenfor de næste 4 år overraske positivt. Aktieinfo forventer, at selskabet som minimum når Accelerate25 målene - hvorefter der ikke er noget til hinder for, at en ny ambitiøs vækstplan vil blive lanceret for perioden efter 2025. Selskabet er kommet godt fra start med en stærk eksekvering af strategien.

Wirtek bør kunne prifsættes til en P/E2025 på 30 (samme som aktien handler til i dag). Det svarer til en markedsværdi på 240 mio. kr. modsvarende en aktiekurs på ca. 35. Det er ikke et urealistisk scenarie i takt med, at selskabet nærmer sig målet for strategiplanen. Investorer skal imidlertid holde sig for øje, at en investering i et relativt lille vækstelskab indebærer relativt høj risiko.

Vi er overraskede over, at selskabet ikke nyder større interesse fra investorenes side. Specielt når man ser på flere af selskabets større peers, hvor kursen forbliver høj trods et knap så positivt nyheds-flow. Til trods for de kraftige stigninger i 2020 og starten af 2021 er aktien ingenlunde dyr, hvis man forudsætter, at selskabet når sine 2025 mål. Aktien burde efterhånden have fundet et niveau, hvorfra et stærkt nyheds-flow igen vil rykke på kursen. Udviklingen i 2. og 3. kvartal gør kun casen stærkere.

Aktien synes at egne sig fortrinligt som en mindre investering for langsigtede investorer, der ønsker at opnå diversificering og spredning til andre aktier end dem, som er noteret på hovedbørsen. En investering i Wirtek bør som udgangspunkt betragtes som langsigtet, og man skal naturligvis holde sig den begrænsede børsomsætning i aktien for øje. Vi ser fortsat Wirtek som en spændende placeringsmulighed med en pæn up-side på den lange bane.

**Styrker:** Wirtek er etableret aktør med historik tilbage til 2001. Selskabet kan fremvise stor kundeloyalitet, en høj andel af tilbagevendende omsætning samt profitabel vækst. Ledelsen er storaktionær i selskabet, og har bevist evnen til at eksekvere strategiske planer og nå finansielle mål. Senest med selskabets 2020-strategi med et mål om en gennemsnitlig årlig vækst på 24 % i strategiens treårige periode. Wirtek er ikke afhængig af få store kunder eller løsninger til specifikke industrier. Et højt teknisk niveau blandt medarbejderne gør selskabet konkurrencedygtigt. Selskabet har vist sig særdeles konkurrencedygtigt i markedet med en organisk vækst, som de seneste 8 år har ligget langt over markedsvæksten.

**Svagheder:** En relativt lav omsætning per medarbejder. Stor afhængighed af det danske marked (44% andel i Q3). Vækst på internationale markeder er en del af Accelerate25 strategiplanen, hvilket vil reducere afhængigheden af Danmark. Selskabets omsætning kommer fra fakturerbare timer og forretningsmodellen muliggør kun fortsat høj organisk vækst, så længe der kan findes IT-medarbejdere i markedet. Denne udfordring adresseres også i Accelerate25, hvor Wirtek ønsker en højere fastholdelsesgrad af medarbejdere. Børsomsætningen er generelt stigende, men må overordnet betragtes som en svaghed for aktien, der er noteret på First North-børsen. Aktien er følsom overfor negative afvigelse.

**Muligheder:** Markedet for IT-outsourcing er i vækst. Med Wirteks nuværende værdiansættelse ser vi ikke selskabet som en opkøbskandidat, men det kan ikke helt afvises på sigt. Et stærkt brand og den lille størrelse kan nemlig være attraktivt for større konkurrenter. Wirtek har netop bevæget sig ind på det vækstende marked for Cyber Security services. Segmentet udgør på nuværende tidspunkt en meget lille del af omsætningen, men kan indeholde store perspektiver på sigt. Derudover kan Wirteks nye kontrakt på det britiske marked bane vejen for et strategisk gennembrud på dette geografiske nøgle-marked. Yderligere opkøb er en vækstmulighed de kommende år, hvis det rigtige kulturelle og strategiske fit skulle dukke op.

**Trusler:** Strukturelle lønstigninger, såsom indførelse af en lovpligtig mindsteløn i EU, kan påvirke selskabets omkostninger negativt. Ligeledes kan et p.t. kogende arbejdsmarked gøre det svært at finde medarbejdere til vækstspresse lønningerne op. Investeringsvilligheden i nye IT-løsninger er til en vis grad cyklisk. Lave industribarrierer kan medføre øget konkurrence. Aktieinfo forventer, at Michael Aaen nedbringer sin høje ejerandel (33,2 % for analysetidspunktet) de næste par år blandt andet på grund af et diversificeringsbehov.

## Om Wirtek

- Wirtek A/S er et dansk IT-outsourcing selskab, som er udsprunget fra Nokia i 2001. Hovedsædet ligger i Aalborg. Selskabet har et salgskontor i Holbæk og fire udviklings- og testcentre i Rumænien. Hovedparten af de ansatte er softwareudviklere og -testere med arbejdsbase i Rumænien.
- Selskabets kernekompetencer består i udvikling af og rådgivning indenfor softwareløsninger samt levering, opsætning og service af elektronisk udstyr – ofte med lange relationer til deres klienter. Flere af selskabets kunder har været med i over 10 år. 80 % af omsætningen er sikret på kontrakt hos eksisterende kunder ved årets start.
- Danmark er selskabets største marked med en andel på 44 % af omsætningen fulgt af USA (27 %), Holland (25 %), Tyskland (2 %) og Rumænien (2 %). 15-11 kunne Wirtek annoncere sin første kunde på det britiske marked, da selskabet underskrev en længerevarende kontrakt om softwareløsninger til en kunde i den finansielle sektor. Segmentopdelt stod Software Engineering for 74 % og Electronic Equipment for 26 % af den samlede omsætning.
- Forretningsmodellen har en fleksibel omkostningsstruktur. Omsætningen er i de sidste tre år gennemsnitligt steget med 24 % og EBITDA med 44 %. Omsætning pr. medarbejder er lav for et IT-selskab, men et lavt lønniveau i Rumænien, hvor de fleste af selskabets medarbejdere er ansat, har sikret en profitabel vækst.
- Wirtek lancerede i januar strategiplanen Accelerate25 med en række mål om frem til og med 2025 at løfte omsætning og indtjening organisk og via opkøb. Specifikt skal omsætningen stige til 100 mio. kr. i 2025 (det svarer til en omsætningsvækst på 262 % fra udgangspunktet i 2020), før skat resultatet skal stige til 10 mio. kr. (svarer til en vækst på 229 % med udgangspunkt i 2020), EBITDA-marginen skal overstige 6 % hvert år (14,5 % i Q3 2021), der skal åbnes mindst et sourcing-center uden for Rumænien og fastholdelsesraten for selskabets ansatte skal overstige 90 % med virkning fra 2023. Fastholdelse af de ansatte sker blandt andet via tildeling af warrants. Wirtek vil møde disse finansielle mål via organisk vækst på eksisterende markeder og ekspansion til nye markeder blandt andet via strategiske opkøb.
- Første store led i effektueringen af Accelerate25 skete virkning fra 01-06-2021, idet man købte to rumænske søsterselskaber, CoreBuild SRL og Core Technology Services SRL. De to søsterselskaber omsatte sidste år for 13,5 mio. kr. og opnåede et EBITDA-resultat på 1,94 mio. kr. Købsprisen på maksimalt 10,8 mio. kr. består af en up-front betaling på 2,7 mio. kr. kontant + 1,5 mio. kr. i Wirtek-aktier baseret på kurs 25. Dertil kommer en earn-out aftale frem til ultimo 2022 i niveauet 0 til 6,6 mio. kr. med betaling 20/80 % kontant/betaling i aktier.
- Bestyrelse og direktion afstår fra lønstigninger og bonuspakker i perioden frem til og med 2023 mod i stedet at få del i et motiverende warrant-program. Det reducerer omkostningerne og viser ledelsens commitment og tro på fremtiden.
- Selskabets daglige ledelse består af CEO Michael Aaen, COO Emmet King, direktør for Software Engineering Services Adina Balea, direktør for Electronic Equipment Services Sorin Luca og marketingsdirektør Réka Borbély-Bándry. Bestyrelsen ledes af Kent Moustén Sørensen og består desuden af Jens Uggerhøj og Michael Aaen. CEO og medlem af bestyrelsen Michael Aaen er uddannet M.Sc. i Computer Science og har en diplomuddannelse i management fra Henley Business School. Han har over 30 års ledelseserfaring i IT-industrien og har stået i spidsen for Wirtek A/S siden stiftelsen i 2001.
- Selskabets bestyrelse forventer primo 2022 at kunne ansætte en CFO, som skal styrke C-level management i forbindelse med at selskabet vokser og forfølger Accelerate25 strategiplanen.
- Wirtek beskæftiger over 180 ansatte, hvilket er væsentligt flere end de 104 ansatte ultimo 2020. Den store tilgang skyldes primært opkøbet af CoreBuild selskaberne. Af selskabets rådgivende personale har cirka 98 % en bachelorgrad eller mere. Andelen af fakturerbare medarbejdere er steget fra 82 % i 2019 til 86 % ultimo 2020 og yderligere steget til 87 % i Q3 2021.
- Wirtek A/S blev børsnoteret på Nasdaq Copenhagen First North Growth Market i 2006 til en kurs på 44 kr. per aktie. Tickerkoden er WIRTEK. Ultimo Q2 havde selskabet ca. 2.100 aktionærer. To aktionærer er ejerandel på over 5 %: Aaen Holding ApS (Michael Aaen) 33,2 %, EI Invest ApS (Kent Moustén Sørensen) 13,2 %, mens bestyrelsesmedlem Jens Uggerhøj ejer 4,94 %.
- Aktiekursen steg i 2020 med 77 % og er steget 56 % i år. Omsætteligheden i aktien var sidste år 140.000 i daglig børsomsætning baseret på dagligt 18.759 aktier. Q4 2020 var den daglige omsætning på 383.700 baseret på 31.316 aktier.

## Regnskabstal

I tusinde kroner	2017	2.018	2.019	2.020	2021E
Omsætning	14.530	20.405	23.216	27.626	45.000
EBITDA	1.086	1.573	1.793	3.223	6.100
Driftsresultat	835	1.352	1.395	3.066	5.300
Resultat før skat	817	1.353	1.345	3.041	5.100
Resultat efter skat	756	1.005	1.512	4.893	4.800
Balance	4.871	6.840	8.080	13.998	20.000
Egenkapital	2.421	2.979	3.705	7.449	8.500
Kortfristet gæld	2.449	3.861	4.347	6.488	10.000
Gns. antal fuldtidsansatte	53	61	70	71	140
EBITDA-margin i %	7,47	7,71	7,72	11,67	13,6
Resultat pr.aktie i kroner	0,11	0,15	0,22	0,71	0,66
Udbytte i kroner	0,09	0,11	0,16	0,2	0,2
Egenkap. forrentning i %	32,1	37,2	45,2	87,7	60,2



## Seneste analyse:

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling før udbytte	
		0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
18-05-2021	23,4	20-26	26-30

## Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo og/eller John Stihøj ejer ikke aktier i selskabet på analysetidspunktet. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, 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.