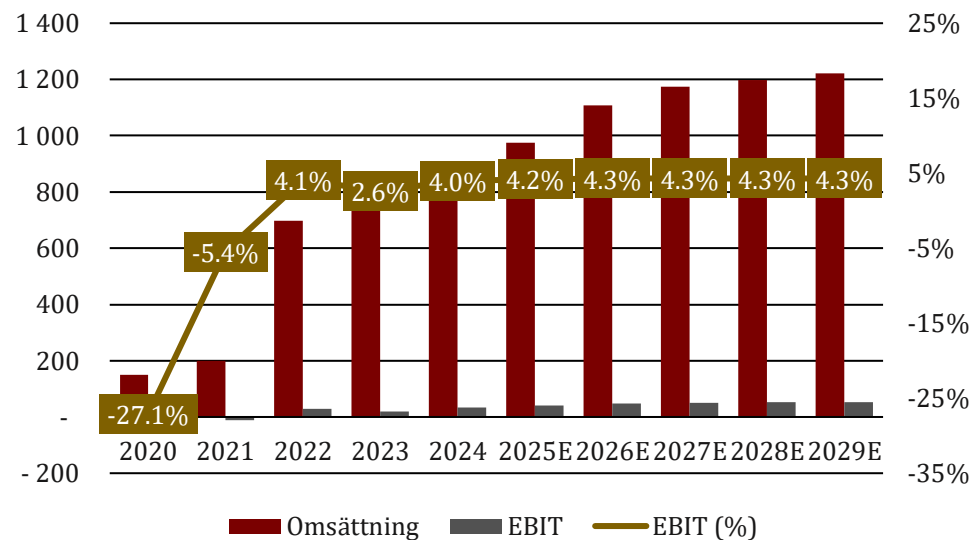


UTG AB

Från nischresor till nettovinst- en köpvärd tillväxtresa?

Unlimited Travel Group (UTG) har visat en stark affärsutveckling och de levererade ett rekordstarkt resultat under 2024 med en omsättning på 847 MSEK och en EBIT på 34 MSEK, vilket understryker koncernens förmåga att växa även i en osäker marknad. Den nischade affärsmodellen med specialresor, företagsresor och events, med fokus på personlig service och lojal kundbas, har visat sig motståndskraftig mot konjunktursvängningar frånsett Covid-pandemin. Investeringstesen bygger på att organisk tillväxt kombinerat med och lönsamt förvärv som kommer öka vinsten betydande framöver, vilket motiverar en **köprekommendation**.

Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Analytiker

Elias Källman
Klara Esselin

Nyckeltal

Handelsplats	First North Stockholm
Sektor	Rese- och eventbolag
Börsvärde (MSEK)	297
Enterprise Value	234
Nettoskuld/EBITDA	-0,1
Soliditet	10,2%
NWC/Sales (%)	-12,4%
EV/EBIT	6,9
P/EBIT	8,7
P/E	14,1
Direktavkastning (%)	1,6%
ROE %	58%

Värdering

Aktiekurs	25,4 Kr
Riktkurs DCF	52,16 Kr
Riktkurs Peers	65 Kr
10x P/EBIT 2026e	41 Kr
Vägd Uppsida	+72,4 %
Rekommendation	Köp



Investment Case

Unlimited Travel Group bildades genom en sammanslagning av två reseföretag år 2002, med syftet att skapa en stabil bas för en långsiktig affärsidé. Den idén är att förvärva, äga och utveckla små och medelstora företag inom rese- och eventbranschen, där varje dotterbolag har en tydlig specialisering och marknadspositionering. Genom samarbete mellan dotterbolagen uppnås skalfördelar, kompetensutbyte och delad kostnadsbörda på centrala funktioner inom administration, samtidigt som varje enhet behåller sin egen profil och entreprenörsanda.

Finansiell Profil

UTG fokuserar på specialresesegmentet, som kännetecknas av högre komplexitet, specialistnivå och personlig service, riktad mot en köpstark målgrupp. Detta bidrar till mindre konjunkturkänslig verksamhet i osäkra ekonomiska tider. VD Charlotte Blum, tillsammans med den nuvarande ledningen driver en tydlig strategi med fokus på att först söka en lönsam organisk tillväxt genom att stärka de befintliga bolagen, och att därutöver söka strategiska förvärv som passar in i portföljen.

Koncernen har en kapitaleffektiv struktur, utan fasta åtaganden för hotellrum eller flygstolar, vilket minskar den operativa risken och gör det möjligt att snabbt anpassa sig till marknadsförändringar. Dotterbolaget PolarQuest är ett undantag eftersom de använder längre leasingavtal.

Bakgrund

Efter COVID-19 pandemin, som drabbade resebranschen hårt 2020 och 2021, har UTG visat stark återhämtning där 2024 var ett rekordår med 847 MSEK i försäljning och 34,1 MSEK i rörelseresultat. Tillväxten verkar hålla i, och per den 31 juli var bokningsläget för helåret 2025 9,5% högre än för motsvarande period föregående år. Mer organisk tillväxt framöver är trolig då UTG ökade antalet medarbetare under 2024 med 14 medarbetare, en relativt stor ökning då bolaget hade 103 anställda 2023. De nya säljarna har ännu inte fått genomslag i försäljningen på grund av säsongeffekter, vilket förklarar de ökade personalkostnaderna under året

så här långt. Effekterna väntas realiseras och få effekt successivt under H1 2025 och framför allt 2026. Andra potentiella drivare är ökad efterfrågan på utlandsresor till följd av stärkt SEK, men även en återhämtning av det generella makro- och konjunkturläget skulle kunna bidra till ännu starkare efterfrågan.

Under sommaren meddelade UTG att de förvärvar bolaget affärsresebyrå NEX Travel, som ingår i bolaget från 1 september. Med en köpeskilling om 30 MSEK med resultatbaserad tilläggsköpeskilling på 12,5 MSEK får UTG ett bolag som 2024 omsatte 101 MSEK med en EBIT på 9 MSEK motsvarande en förvärvsmultipl på 3,3x – 4,7x. Då NEX är starka under affärsmånaderna februari-maj samt september-november, och kommer jämna ut UTG's säsongeffekter och även möta lätta jämförelsesiffror under H1 2026.

Givet den organiska tillväxten i kombination med det billiga förvärvet av NEX ser vi en tydlig trigger i en kraftig vinstökning framöver i ett stabilt och välskött bolag som handlas på en attraktiv värdering enligt både multipelvärdering samt DCF. Vår rekommendation är att **köpa Unlimited Travel Group**.



Affärsmodell

UTGs affärsmodell bygger på att äga specialiserade bolag som drar nytta av koncernens gemensamma funktioner, där verksamheten är indelad i tre huvudsektorer:

1. **Skräddarsytt (B2C):** Skräddarsydda upplägg för enskilda resenärer eller privata grupper, anpassade efter specifika behov och intressen (t.ex. Travel Beyond, Västindienspecialisten, Sydamerikaexperten). Intäkterna genereras via provisioner från leverantörer.

2. **Färdiga Program (B2C):** Gruppresor med färdiga program för privatmarknaden, varierande beroende på inriktning och bolag (t.ex. PolarQuest, Världens Resor, Go Active Travel). Intäkterna genereras genom ett kalkylerat täckningsbidrag per resa.

3. **Skräddarsytt (B2B):** Lokala events, konferensresor och affärsresor för företag (t.ex. Creative Meetings, JB Travel, Ski Unlimited, Specialresor). Intäkterna kommer från fasta eller timarvoden samt provisioner. Denna diversifiering över nischer och kundsegment (B2C och B2B) minskar sårbarheten vid konjunktursvängningar.

Vad gäller omsättningsfördelningen mellan B2C och B2B eftersöker UTG en portfölj innehållandes ungefär 60% B2C och 40% B2B. Diversifieringen mellan nischer och kundsegment inom B2C och B2B minskar den finansiella sårbarheten.

Förvärvstrategi

UTG är en aktiv ägare som stödjer dotterbolag med struktur, system, ekonomi och säljresurser med låter de förbli entreprenörsdrivna med egna varumärken. Ett antal bolag är delägda av entreprenörerna, där UTG har ca 70-99% av aktierna. De har efter NEX intåg i UTG 1 september 2025 12 st. dotterbolag.

De har främst två typer av förvärv; plattformsförvärv samt tilläggsförvärv. Ett plattformsförvärv ska ha minst 5 anställda, bruttovinst ≥ 10 MSEK samt EBITA-marginal om minst 5%, alternativt möjlighet att nå det med UTG's stöd. Ett tilläggsförvärv är mindre bolag som kompletterar ett befintligt dotterbolag, och exempelvis adderar en ny destination eller målgrupp. De söker självs aktivt efter potentiella förvärvsobjekt, men det börjar även börjar bli vanligare att UTG blir kontaktade av bolagen enligt VD. De brukar göra 1 till kanske 2 förvärv per år. Förvärven finansieras via egen kassa, och multiplarna verkar vara låga. 2 av deras senare förvärv:

Sydamerikaexperten AB (70% förvärvat 1 januari 2024): Förvärvet syftade till att stärka koncernens erbjudande inom skräddarsydda resor och komplettera portföljen med specialistkompetens inom Latinamerika. Bolaget bidrog under 2024 med 25,4 MSEK i nettoomsättning och 2,6 MSEK i EBIT från förvärvsdatumet. Förvärvsmultiplerna var initialt 4,2x men med ökat rörelseresultat till följd av synergier sjönk var verklig multipel under 2x.

NEX Travel (100% förvärv, ingår från 1 september 2025):

Förvärvsöverenskommelsen signerades 23 juni 2025. NEX Travel stärker koncernens position inom affärsresor och bidrar med kompetens inom offentlig upphandling i hela landet, samt ger ett starkare fäste i norra Sverige. Beroende på hur den resultatbaserade tilläggsköpeskillingen faller ut var förvärvsmultiplerna mellan 3,3x – 4,7x rörelseresultatet.



Affärsmodell

Här är ett antal diagram för att visa hur dotterbolagen har presterat dels i historisk omsättningstillväxt och genomsnittlig rörelsemarginal, dels hur stor andel de är av portföljens försäljning samt EBIT. Siffrorna är pro forma, vilket är varför även exempelvis NEX är inkluderat då det är intressant för att illustrera hur UTG's bolagsportfölj kommer utvecklas och se ut framåt.

Mellan år 2008-2024	Omsättnings CAGR 16 år	Genomsnittlig EBIT-marginal
Creative Meetings	4,6%	4,3%
Go Active	4,5%	4,6%
JB Travel	0,5%	2,2%
PolarQuest	1,5%	7,5%
Ski Unlimited	-0,6%	4,1%
Specialresor	5,8%	4,8%
Sydamerikaexperten	0,3%	2,5%
Travel Beyond	6,8%	4,2%
Världens Resor	15,5%	7,6%
Västindienspecialisten	-0,7%	4,6%
NEX Resebyrå	5,4%	4,3%
Gruppen Pro forma	5,0%	4,5%

Andel av omsättning - Pro forma	2022	2023	2024
Creative Meetings	24%	19%	18%
Go Active	3%	3%	3%
JB Travel	12%	12%	15%
PolarQuest	11%	11%	9%
Ski Unlimited	6%	5%	3%
Specialresor	4%	5%	8%
Sydamerikaexperten	2%	3%	3%
Travel Beyond	19%	16%	14%
Världens Resor	8%	13%	14%
Västindienspecialisten	3%	3%	3%
NEX Resebyrå	7%	11%	10%
Summa	100%	100%	100%

Andel av EBIT - Pro forma	2022	2023	2024
Creative Meetings	18%	16%	10%
Go Active	0%	-2%	1%
JB Travel	10%	5%	9%
PolarQuest	15%	17%	7%
Ski Unlimited	12%	5%	1%
Specialresor	-6%	-9%	10%
Sydamerikaexperten	2%	6%	5%
Travel Beyond	26%	16%	11%
Världens Resor	12%	25%	28%
Västindienspecialisten	2%	2%	1%
NEX Resebyrå	8%	19%	17%
Summa	100%	100%	100%



Marknad, Konkurrens & Risker

UTG verkar huvudsakligen inom det svenska specialresesegmentet, som kännetecknas av högkvalitativa produkter och personlig service, i motsats till den prisdrivna chartermarknaden.

Marknadsdrivare

Marknaden drivs av faktorer som stora pensionsavgångar med stabil inkomst, nyfikenhet, reseniusiasm, ökade intressen för långresor och upplevelser med djupare innehåll. Efter pandemin finns ett starkt behov, både bland företagskunder (fysiska möten och event) och privatkunder (premiumresor). Dessutom gynnas UTG av en relativt starkare svensk krona, vilket gör utlandsresor mer prisvärda för svenska resenärer idag.

Konkurrens och Positionering

Konkurrensen på den svenska researrangörsmarknaden är uppdelad mellan den prisdrivna chartermarknaden (där UTG inte verkar) och specialresesegmentet. UTG:s främsta konkurrenter finns inom:

- Större affärsresebyråer och eventaktörer.
- Ett fåtal ledande aktörer inom lyxresor.
- Mindre specialarrangörer inom respektive nisch (t.ex. Arktis/Antarktis kryssningar eller träningsresor).

UTG:s konkurrensfördel är dess portfölj av specialiserade varumärken som levererar unika upplevelser och hög kvalitet. Till skillnad från några av "konkurrenterna" så har inte UTG sina egna flygbolag eller hotell och på så vis lägre fasta kostnader. Konsumenten köper sin resa via UTG där koncernen tar en andel.

Risker

De huvudsakliga riskerna för UTG är externa och relaterade till omvärlden, såsom politisk oro, naturkatastrofer, epidemier/pandemier, valutafluktuationer och konjunktursvängningar. Pandemin visade koncernens förmåga att agera snabbt och anpassa sig, men sådana händelser kan fortfarande leda till försäljningsbortfall och ökade kostnader. UTG gjorde två nyemissioner under pandemin för att stärka likviditeten.

Specifika finansiella risker inkluderar:

- **Likviditetsrisk** hanteras genom kontinuerligt arbete och utnyttjade kreditmöjligheter, men effekterna av pandemier är oförutsägbara.
- **Valutarisker** är kopplade till exponering mot EUR, USD och JPY, vilka säkras genom terminskontrakt, även om valutaeffekter (t.ex. för PolarQuest) kan påverka resultatet kortsiktigt.
- **Förvärvsrisker** existerar, då felbedömningar vid förvärvstillfället kan försvaga utvecklingstakten och finansiell ställning. Risken bör dock begränsas av förvärvens storlek och låga multiplar.



Värdering

Multipelvärdering

De peers vi valt att jämföra med (SkiStar AB, TUI AG, Havila Kystruten, Jet 2 PLC, On The Beach Plc, Tallink Group AS) representerar större och mer kapitalintensiva aktörer inom charter, flyg och färjetrafik och är inte egentligen särskilt jämförbara med UTG. Dessa företag har ofta stora fasta kostnader och äger betydande tillgångar därav till exempel hotell. UTG har en modell som är kapitaleffektiv och bygger på specialiserade nischer snarare än volym. Den betydande skillnaden i multiplar, särskilt EV/EBIT (där UTG har 8.24x mot peer-snittet 32.45x), visar dock på en potentiell undervärdering i relation till den bredare rese- och eventsektorn.

Peers	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
SkiStar AB	-1.60	20.49	12.00
TUI AG	5.80	4.90	2.00
Havila Kystruten	0.00	91.40	15.70
Jet 2 PLC	0.00	0.00	0.73
On The Beach Plc	17.50	13.30	8.40
Tallink Group AS	0.00	64.60	0.00
Average	3.62	32.45	6.47
Unlimited Travel Group UTG AB (publ) (XSTO:UTG)	1.44	8.24	5.59
Upside/downside	150%	291%	16%

Eftersom UTG skiljer sig mycket från sina Peers på många olika fronter blir en relativvärdering i detta fall inte särskilt rättvisande och den har exkluderats från den vägda riktkursen.

Förväntad Vinstökning 2026

Det primära investeringscasen ligger i att vinsten förväntas öka avsevärt under 2026 i takt med att nyligen genomförda investeringar och förvärvet av NEX materialiseras i resultaträkningen. Nettoresultatet hänförligt till moderbolaget förväntas öka från cirka 21 Mkr (LTM Q2 2025) till cirka **34 Mkr under 2026e**.

Motivering till Vinstökning 2026:

- **NEX Travel:** Förvärvet av NEX Travel (från 1 sept 2025) förväntas bidra konservativt med cirka **7 Mkr** till nettoresultatet, trots att bolaget genomgår ett ERP-systembyte under 2025.
- **Förstärkt säljkapacitet:** Exempelvis kommer fyra seniora resekonstuler som anställdes till Travel Beyond i slutet av 2024 förväntas vända från att vara en nettokostnad (under H1 2025) till att bidra positivt med ungefär **3 Mkr** i nettoresultat under H1 2026. Totalt ökade UTG med 14 medarbetare under 2024.
- **Organisk tillväxt:** En antagen organisk försäljningsökning på 9,5% i linje med det starka bokningsläget förväntas addera ytterligare **3 Mkr** till nettoresultatet.

Om vinstestimatet för 2026 realiserar, innebär det att aktien handlas till ett P/E-tal på cirka **8.7x** på 2026e.



Värdering

WACC och Känslighetsanalys

En WACC på 8,6% procent har beräknats* fram och anses vara rimlig i detta fall av följande skäl:

1. Låg Operativ Risk och Kapitaleffektivitet: UTG:s affärsmodell är generellt kapitaleffektiv. Till skillnad från traditionella charterbolag har UTG inga fasta åtaganden. Detta minskar den operativa risken och sårbarheten vid marknadsförändringar, eftersom bolaget snabbt kan anpassa sig. En lägre operativ risk leder ofta till en lägre kapitalkostnad.

2. Fokus på Nischer och Köpstarka Målgrupper: Koncernen fokuserar på specialresor och event riktade mot en köpstark målgrupp. Denna inriktning minskar risken vid konjunktursvängningar jämfört med den mer prisdrivna chartermarknaden. Denna diversifiering, kombinerat med företagets stabilitet i en nischmarknad, stöder en lägre WACC. De har inga skulder till kreditinstitutioner utan endast leasingamortering till fartygen i PolarQuests drift.

DCF-analysen utgår från något högre tillväxt under 2025 och 2026 till följd av den organiska tillväxt vi tidigare nämnt i kombination men förvärvet av NEX. Därefter estimeras tillväxten gå ner till 2% 2028 varefter CAGR till 2031 blir 4,5%, vilket är i linje med deras historiska tillväxt. Likaså EBIT-marginalen estimeras sig runt 4,3% vilket är strax under bolagsportföljens marginal pro forma om 4,5%.

Känslighetsanalysen tyder på att nedsidan är relativt begränsad även med högre WACC och sämre omsättningstillväxt eller rörelseresultatmarginal. Base-case indikerar uppsida på +105%. I beräkning av vägd uppsida har riktkursen viktats 1/4.

** Till följd av bolagets negativa rörelsekapital och stora nettokassa, har nettokassan ignorerats vid beräkningen av WACC. Skulle den inkluderas bedöms riktursen orimligt hög. Även beta justerades från 0,375 till 1.*

WACC	Change in EBIT margin						
	-2,0%	-1,0%	-0,5%	0%	0,5%	1,0%	2,0%
10,6%	50%	53%	55%	57%	59%	61%	65%
9,6%	70%	74%	76%	78%	80%	82%	86%
8,6%	97%	101%	103%	105%	107%	109%	113%
8,6%	97%	101%	103%	105%	107%	109%	113%
8,6%	97%	101%	103%	105%	107%	109%	113%
7,6%	134%	138%	140%	142%	144%	146%	150%
6,6%	186%	190%	192%	194%	196%	198%	203%

WACC	Change in Revenue						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
11,6%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%
10,6%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%
9,6%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%
8,6%	105%	105%	105%	105%	105%	105%	105%
7,6%	142%	142%	142%	142%	142%	142%	142%
6,6%	194%	194%	194%	194%	194%	194%	194%
5,6%	276%	276%	276%	276%	276%	276%	276%



Värdering

Servettskiss på en Multipelvärdering för LTM, NTM och 2025e, 2026e och 2027e, samt säkerhetsmarginal (MOS) gentemot slutkursen fredagen den 10/10. I den vägda riktkursen användes 10x P/EBIT på 2026e och viktades 3/4.

	LTM	2025E	NTM	2026e	2027e
Omsättning	891,2	941,7	1 072,4	1 112,3	1 167,9
<i>Tillväxt YoY</i>	<i>16%</i>	<i>11%</i>	<i>20%</i>	<i>18%</i>	<i>5%</i>
EBIT	34,0	41,4	46,2	47,7	50,5
<i>EBIT %</i>	<i>3,8%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>
Vinst	21,1	26,4	30,0	31,1	32,7
VPA	1,8 kr	2,3 kr	2,6 kr	2,7 kr	2,8 kr

P/EBIT	8,7	7,2	6,4	6,2	5,9
10 x	29 kr	35 kr	39 kr	41 kr	43 kr
MOS	<i>14%</i>	<i>39%</i>	<i>55%</i>	<i>61%</i>	<i>70%</i>
8 x	23 kr	28 kr	32 kr	33 kr	35 kr
MOS	<i>-8%</i>	<i>11%</i>	<i>24%</i>	<i>28%</i>	<i>36%</i>

P/E	14,1	11,3	9,9	9,5	9,1
15x	27 kr	34 kr	38 kr	40 kr	42 kr
MOS	<i>7%</i>	<i>33%</i>	<i>52%</i>	<i>57%</i>	<i>65%</i>
10x	18 kr	23 kr	26 kr	27 kr	28 kr
MOS	<i>-29%</i>	<i>-11%</i>	<i>1%</i>	<i>5%</i>	<i>10%</i>



Rekommendation

Sammanfattningsvis är Unlimited Travel Group ett välskött bolag, i en attraktiv nisch, med en bevisad förmåga att leverera lönsam tillväxt. Det starka bokningsläget, i kombination med att nya säljare börjar leverera försäljning inom närtid samtidigt som det höglönsamma förvärvet NEX implementeras i bolagsportföljen bådär gott inför framtiden. Slutresultatet av detta innebär att bolaget möter lätta jämförelsetal under det kommande året. Den låga värderingen relativt framtida intjäningspotential har i vår åsikt ännu inte prisat in denna vinstökning i bolagets aktiekurs, utan utgör en mycket gynnsam investeringssituation med begränsad fallhöjd och god säkerhetsmarginal.

Därför rekommenderar vi **KÖP** av Unlimited Travel Group-aktien.

12 oktober 2025

