

Dynavox Group AB

Gynnsamt för hjärta och plånbok

Dynavox Group är ett svenskt tillväxtbolag som gör verklig skillnad i människors liv – samtidigt som det levererar stabil lönsamhet och stark tillväxt. Bolaget är världsledande inom kommunikationshjälpmedel för personer med tal- och språkstörningar, en nisch som i dag är gravt underpenetrerad med endast cirka 2 % av målgruppen som får tillgång till avancerade hjälpmedel varje år. Detta skapar ett betydande samhällsbehov, men också en enorm strukturell tillväxtpotential för bolagets produkter och lösningar. Sedan börsnoteringen 2021 har Dynavox kombinerat stark organisk tillväxt med strategiska förvärv, samtidigt som marginalerna stärkts genom kontroll över hela värdekedjan. Intäkterna är stabila och förutsägbara, då de i stor utsträckning finansieras via försäkrings- och välfärdssystem. Med en tydlig marknadsledande position, goda tillväxtmöjligheter och produkter som förändrar liv, ser vi Dynavox som ett kvalitetsbolag med långsiktig tillväxt – och en aktie där både hjärtat och portföljen eventuellt kan må bra.

Aktiekurs sedan notering



13 april 2025

Analytiker

Karl Andreasson
Gustav Åkerblom

Nyckeltal

Handelsplats	Nasdaq Stockholm
Sektor	Informationsteknik
Börsvärde (MKR)	5316
Enterprise Value	5974
Nettoskuld/EBITDA	1,5x
Direktavkastning (%)	0
P/E	39,2x
EV/EBIT	27,9x
EPS	0,51
ROE (%)	32,2
ROIC (%)	11,8
ROA (%)	7,3

Värdering

Aktiekurs	54,5
Riktkurs DCF	65,5
Riktkurs Peers	57,2
Uppsida/nedsida	21,2% / 6%
Rekommendation	Avvakta



Investment Case

Värddrivare

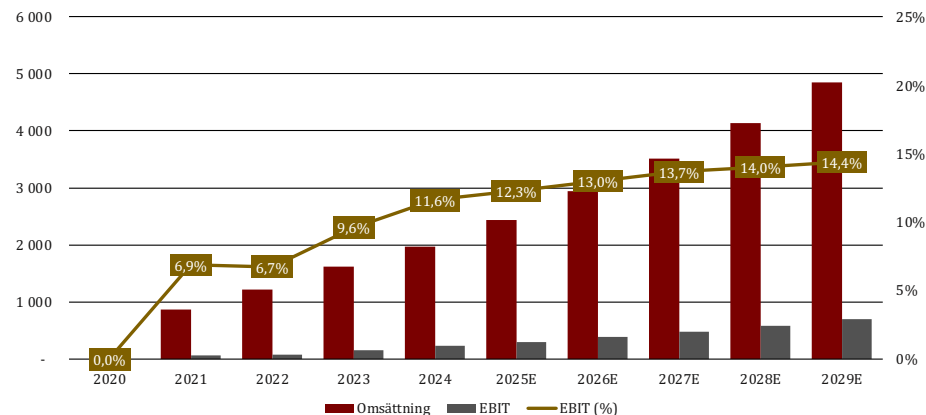
Gravt underpenetrerad marknad

Det mest slående argumentet för Dynavox är marknadens extremt låga penetrationsgrad. Bolaget uppskattar att över 50 miljoner människor världen över har behov av kommunikationshjälpmedel. Endast 2 procent av de 2 miljonerna som årligen diagnostiseras med behov avancerat kommunikationshjälpmedel har i dag tillgång till relevanta lösningar. Detta beror på flera faktorer: låg medvetenhet hos allmänhet och vårdgivare, brist på logopedier och andra specialister, samt ojämlik tillgång till subventioner och ersättningssystem i olika länder.

God chans till konsolidering

Marknaden för AKK-hjälpmedel (Alternativ och kompletterande kommunikation) är fortfarande fragmenterad, särskilt i Europa. Dynavox har etablerat en tydlig förvärvsstrategi för att driva konsolidering och bygga en stark marknadsposition även utanför sin nordamerikanska kärnmarknad. Sedan börsnoteringen har bolaget genomfört flertalet förvärv, både horisontella förvärv som stärker företagets erbjudande men också vertikala förvärv på olika geografiska marknader för att komma närmare dess kunder och förstå dess behov. Under de senaste åren har Dynavox förvärvat Rehadapt, en världsledande leverantör av monteringslösningar för kommunikationshjälpmedel, och Acapela Group, en leverantör av lösningar för syntetiska röster. Dessa båda företag skalar upp dess verksamhet och driver fortsatta innovationer inom dess heltäckande kommunikationslösningar. Förvärvsstrategin bygger på att identifiera mindre lokala bolag med stark marknadsposition, men utan teknisk höjd eller distributionskraft. Genom integration i Dynavox plattform skapas skalfördelar, samtidigt som nya marknader kan öppnas med befintliga produkter. Detta ger inte bara tillväxt utan även lönsamhet på sikt.

Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



Enda globala aktören med en heltäckande lösning

En av Dynavox Groups mest betydande konkurrensfördelar att de är den enda globala aktören inom kommunikationshjälpmedel som tillhandahåller en heltäckande lösning och samtidigt äger alla delar av värdekedjan. Dynavox utvecklar och kontrollerar såväl språkteknologi som hårdvara, mjukvara, finansieringslösningar och kundsupport. Denna modell ger bolaget unika möjligheter till skalbarhet, snabb innovation och starkare marginaler. Till skillnad från många konkurrenter, som är beroende av licensierade mjukvaror eller tredjepartsplattformar, har Dynavox investerat i att bygga och äga sina egna teknologier. Företaget har egna team för klinisk support och utbildning, vilket inte bara stärker kundrelationerna utan också bidrar till låg churn och hög kundnöjdhet. En annan avgörande komponent i värdekedjan är bolagets hantering av finansieringsprocessen. För många användare av AKK-produkter är produkterna subventionerade genom statliga program eller privata



Investment Case

försäkringar. Dynavox med sitt finansieringsteam hjälper familjer och förskrivare att navigera i processen för att få stöd från offentliga och privata finansiärer. Ca 90 procent av dess intäkter kommer från dessa aktörer.

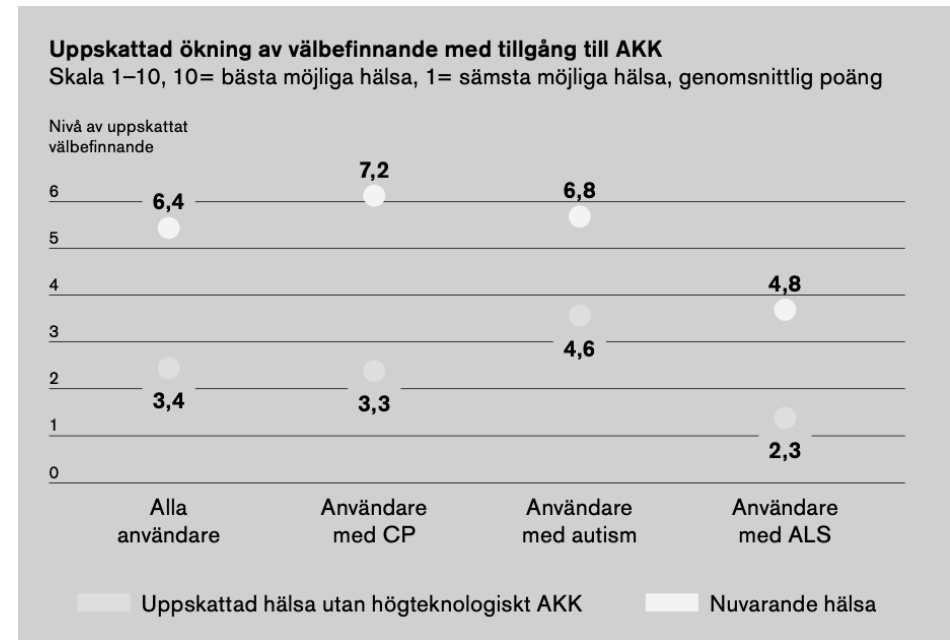
Produkter som är sticky

Dynavox produkter är i regel mycket anpassade efter individens behov, ofta efter lång process med specialister, vilket gör dem svåra att byta ut. Det emotionella värdet är också högt – för många användare är hjälpmedlet deras enda möjlighet att uttrycka sig i tal. Det gör att produkterna har en naturlig "stickiness", med låg kundchurn och lång livslängd per användare. Bolaget skriver även att de har en hög kundnöjdhet.

Riskier

Eventuell risk med stor andel av intäkterna i USA

I sin senaste årsredovisning redovisar bolaget att 78 procent av intäkterna är i Nordamerika. Hur handelskriget, med USA i spetsen, kommer att sluta är för alla oklart men utgör en klar risk. Kontakt till bolagets CFO gällande hur bolaget hade påverkats av eventuella tullar har gjorts men är ännu inte besvarade 2025-04-13.



Affärsmodell

Intäktsmodell och förklaring

Dynavox tillhandahåller specialutvecklade lösningar för AKK (alternativ och kompletterande kommunikation) som gör det möjligt för folk med funktionsnedsättningar som cerebral pares, autism, ryggmärgsskador och ALS att kunna kommunicera och interagera mer lättstamt. Bolaget erbjuder detta främst genom kommunikationsenheter som inkluderar AI-baserad talsyntes och ögonstyrning, och mjuk/hårdvara som underlättar nyttjandet av digitala medel för människor med funktionsnedsättningar. Dynavox har i dagsläget över 100 000 användare globalt som förlitar sig på bolagets kommunikationshjälpmedel, och är det enda bolaget på AKK-marknaden som erbjuder en komplett kommunikationslösning. Ytterligare flexibilitet och resiliens tillkommer genom att företaget har komplett ägarskap över samtliga produkter och patent för komponenter. Omkring 90% av försäljningen finansieras av försäkringssystem. Bolaget har omkring 500 samarbetspartners i offentliga och privata försäkringsbolag, varav de flesta av dessa finns i USA. USA har i dagsläget runt 1500 olika sådana aktörer, vilket innebär att Dynavox har en stark närvaro i USA där kunder har goda förutsättningar att få tillgång till systemlösningarna dynavox erbjuder. Den stora andelen av finansiering från försäkringar skapar förutsägbara intäkter genom en god andel återkommande intäkter som är resilienta mot skiften i konjunkturcykler. Företaget har närvaro i 65 länder globalt, men 95,6% av intäkterna är hänförliga till USA och Europa.

Tillväxtstrategi och förvärv

Dynavox Groups tillväxtstrategi kombinerar organisk expansion med strategiska förvärv. Organiskt fokuserar företaget på att öka medvetenheten om kommunikationshjälpmedel och att förbättra försäljningskapaciteten samt interna system för att öka skalbarheten. Förvärv används som ett komplement

för att snabbt etablera direkt närvaro på nya marknader, vilket har visat sig effektivt för att öka försäljningen och förbättra kundrelationer. Tidigare förvärv innefattar det australienska bolaget Link Assistive under Q2 24, vilket stärkt deras position i Oceanien.

Finansiella mål och prestationer

Dynavox Group har som mål att uppnå en genomsnittlig årlig intäktstillväxt på 20 % (justerat för valutaeffekter) och en rörelsemarginal som når och överstiger 15 % inom en tidsram på 3–4 år. Under 2024 rapporterade företaget en valutajusterad tillväxt på 23 % och en rörelsemarginal på 10,5 %, vilket indikerar att företaget är på god väg att nå sina finansiella mål. Företaget växte under Q3 24 med 20% organiskt, och de har sedan börsnotering mer än fyrdubblat sin rörelsemarginal. En fortsatt ökande orderingången som åskådad under 2024 kommer sannolikt leda till ytterligare marginalexpansion under räkenskapsåret 2025, och vi finner inga konkreta skäl till att denna trend bör avta.



Affärsmodell

Värdeerbjudande

Dynavox Group är den enda aktören på AKK-marknaden som erbjuder kompletta och heltäckande kommunikationslösningar. Detta sker genom fem steg:

Språksystem

- Fysiska digitala enheter som tillhandahåller kommunikationshjälp genom syntetiska röster, symbolbibliotek och bolagets egna textsystem.

Mjukvara

- Mjukvaran möjliggör tillgång till datorer och webbsurfning, samt att kunden får möjlighet att utveckla läs- och skrivförmåga.

Hårdvara

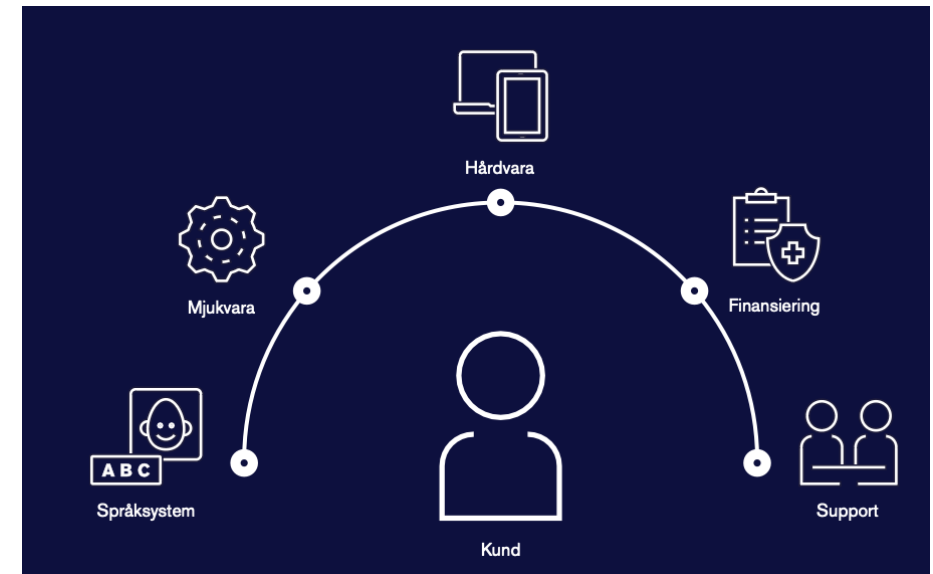
- Omfattar touch-enheter och ögonstyrda enheter som stödjer mjukvaran

Finansiering

- Bolaget har ett finansieringsteam som hjälper kunderna att navigera i processen att få stånd till systemlösning genom försäkring. Företaget har samarbeten med över 500 olika privata och offentliga försäkringsparter, vilket underlättar detta.

Support

- Bolaget har en gedigen uppföljningsprocess på sina försäljningar för att över tid kunna bättre lämpa respektive produkt för respektive kunds behov. Detta bidrar till företagets kundlojalitet i längden.



Affärsmodell

Ägarlista och utvärdering

Ägarlista				
10 största ägare			Kapital	Röster
Swedbank Robur Fonder			9,8%	9,8%
Handelsbanken Fonder			6,5%	6,5%
SEB Fonder			5,6%	5,6%
Henrik Eskilsson			3,9%	3,9%
Lannebo Kapitalförvaltning			3,9%	3,9%
Carnegie Fonder			3,8%	3,8%
Länsförsäkringar Fonder			2,1%	2,1%
Case Kapitalförvaltning			2,1%	2,1%
FE Fonder			1,9%	1,9%
Avanza Pension			1,8%	1,8%
			Senaste förändring 2025-01-31	

långsiktig styrning. Dynavox framstår därmed som ett välpositionerat bolag med stabil ägarbas och starkt institutionellt stöd.

Dynavox Group har en ägarstruktur som domineras av svenska institutionella investerare, vilket tyder på ett starkt förtroende från kapitalmarknaden. De tre största ägarna – Swedbank Robur Fonder (9,8 %), Handelsbanken Fonder (6,5 %) och SEB Fonder (5,6 %) – kontrollerar tillsammans nästan 22 % av bolaget. Utöver dessa finns andra betydande fondförvaltare som Lannebo, Carnegie och Länsförsäkringar. Den enda privatpersonen på listan, Henrik Eskilsson, äger 3,9 % och kan sannolikt kopplas till bolagets grundande eller tidiga utveckling. Den totala ägarandelen för de tio största uppgår till omkring 50 %, vilket innebär att ingen enskild aktör har kontroll. Detta ger en jämn maktbalans och innebär att bolagsstyrningen påverkas av flera aktörer snarare än ett fåtal dominerande. Frånvaron av en huvudägare ställer krav på tydlig kommunikation från ledningen men möjliggör också en professionell och



Marknad och Konkurrens

Marknadskarakteristika

Den globala AKK-marknaden präglas av en extremt låg penetration, vilket återspeglas av att enbart 2% av de i behov av hjälpmedel globalt har tillgång till det. Marknaden för alternativ och kompletterande kommunikation förväntas växa med cirka 2 % per år globalt och nå ett värde på omkring 4,7 miljarder USD. Den möjliga adresserbara marknaden bedöms växa i snabbare takt, omkring 9 % årligen fram till 2030, vilket innebär en ökning från 230 miljoner USD till cirka 550 miljoner USD under samma period. I mer välfinansierade länder, som till exempel USA, förväntas tillväxten ligga runt 6 % per år, medan högre tillväxtpotential finns i mindre välfinansierade regioner.

Även om marknadens tillväxttakt kan uppfattas som måttlig i jämförelse med andra områden inom medicinteknik, kännetecknas den av stabil efterfrågan. Detta beror på att förekomsten och spridningen av de diagnoser som kräver kommunikationshjälpmedel är relativt konstant. Dessutom finns möjligheter för fortsatt konsolidering inom branschen. Även om större förvärv inte förväntas på kort sikt, är det sannolikt att ytterligare mindre tilläggsförvärv kommer att genomföras, i likhet med tidigare år.

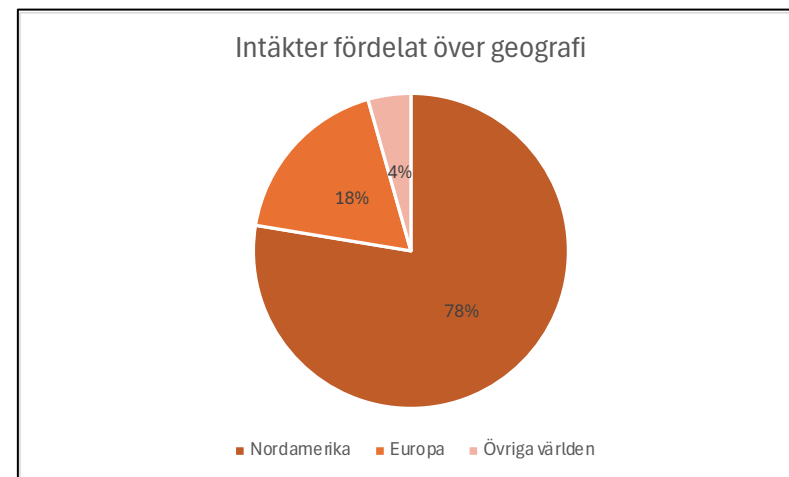
Konkurrenssituation

Marknaden är mycket fragmenterad, och det finns få aktörer som kan konkurrera direkt med Dynavox i månen av omfattning och produktutbud. Dynavox har även en fördel genom integration av mjukvara och hårdvara de tillämpar, vilket skapar deras unika helhetslösning. I framtiden finns dock risk för ökande innovation hos konkurrenter, men detta är ännu inte något bekymmer.

Marknadsposition och andelar

Dynavox Group är den globala marknadsledaren i AKK-segmentet med en marknadsandel på över 36%. I undersegmentet för synhjälp besitter de närmare 70% av de totala marknadsandelarna. Bolaget har i dagsläget strax norr om 100 000 kunder globalt, och är som tidigare nämnt den enda aktören på AKK-marknaden som erbjuder en komplett kommunikationslösning.

De starkaste positionerna är i Europa och Nordamerika, men under 2024 etablerade bolaget direkt närvaro i Oceanien genom sitt förvärv av Link Assistive. Genom Link Assistive har nu bolaget kontor i Adelaide och Perth. Dynavox Groups president för EuroW Nils Normell uttrycker att Oceanien och framför allt Australien är en av de starkaste marknaderna med hänseende på kommunikationshjälpmedel, och att detta sannolikt kommer bidra till att stärka deras varumärkeskännetecken och intäkter på sikt.



Värdering

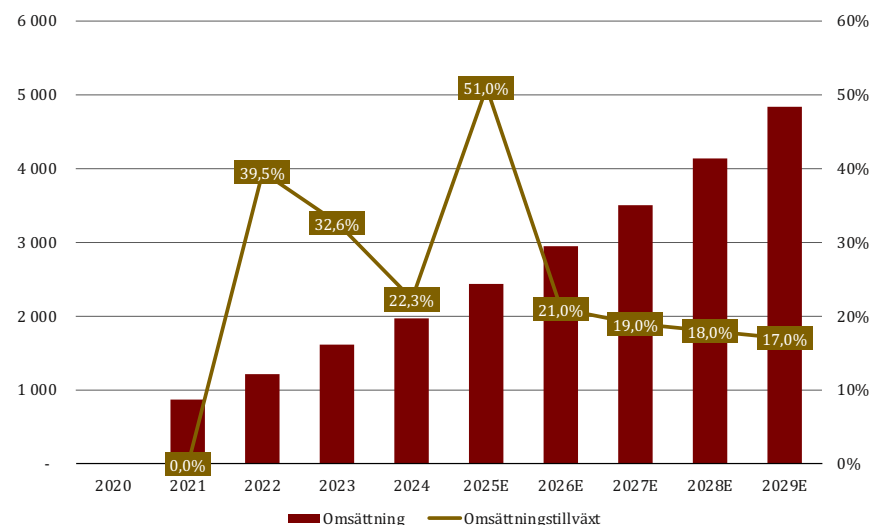
Finansiell prestation

Dynavox uppvisade en stark finansiell utveckling under 2024, med en omsättningsökning på 22 % till 1 972 MSEK (1 613), varav 18 % var organisk tillväxt. Tillväxten drevs av samtliga regioner, med särskilt god utveckling i USA samt inom segmentet yngre personer med autism. Rörelseresultatet ökade med 48 % till 229 MSEK, vilket förbättrade EBIT-marginalen till 11,6 % (9,6). Trots ökade investeringar i personal bibehölls hög kostnadseffektivitet, vilket tillsammans med förbättrade inköpsvillkor bidrog till en bruttomarginalförstärkning till 69 % (68). Bolagets starka underliggande lönsamhet visar på en välskalad affärsmodell med fortsatt utrymme för operationell tillväxt

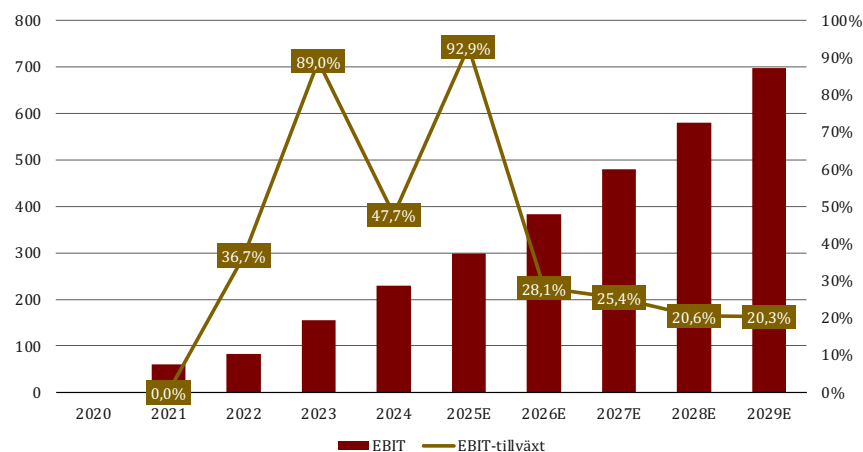
Finansiell ställning

Dynavox har en stabil finansiell ställning trots ökade investeringar i tillväxt. Kassaflödet från den löpande verksamheten före rörelsekapitalförändringar uppgick till 353 MSEK (268), men påverkades negativt av ökade lager och kundfordringar under Q4, vilket resulterade i ett periodens kassaflöde om -35 MSEK. Nettoskulden uppgick till 657 MSEK (612), varav 99 MSEK utgörs av IFRS 16 leasing. Bolaget har god likviditet med 133 MSEK i kassa vid årets slut och upprätthåller en konservativ balansräkning som möjliggör fortsatt satsning på innovation och marknadsexpansion utan att kompromissa med finansiell stabilitet.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



EBIT and EBIT growth (MSEK)



Värdering

DCF-värdering

I vår DCF-värdering beräknades en WACC på 7,6%. En Cost of Equity (CoE) på 8,1% beräknades genom en beta på 1,04; en marknadsriskpremie (ERP) på 5% och PWC:s senast publicerade riskfria ränta på en 10-årig svensk statsobligation på 2,9%. Vi estimerar en kontinuerligt positiv EBIT marginal framåt som rör sig i linje mot bolagets finansiella mål om 15%. Vi estimerar en omsättningstillväxt som ligger något under den historiska med avseende att en så pass hög tillväxt på sikt blir svår att uppehålla. Vi estimerar även ökande Capex samt av- och nedskrivningar till följd av bolagets tillväxt och förvävsstrategi där bolaget i tiden kommer besitta mer fastigheter och ett större lager i samband med att företaget växer. Vi ser estimaten som rimliga i tid och varken konservativa eller optimistiska. I jämförelse med riktkurser från andra analyser ligger vi betydligt lägre, något som kan styrka att vi har värderat det mer konservativt än marknaden. Sammantaget ser vi en uppsida i aktien på 21,23% från kursen 54 SEK (2025-04-11).

Relativvärdering

Peers har valts ut främst baserat att de är verksamma i sektorn Medtech, eller säljer hjälpmedel för funktionsnedsatta. Relativvärderingen ska dock ses något kritiskt eftersom ingen av valda peers är i samma nischbransch som Dynavox samt att majoriteten av bolagets närmaste konkurrenter är onoterade. Det ska även tilläggas att Dynavox har unik marknadsposition med en högre tillväxt än sina peers och en jämförelse blir därför svår. Vi får i vår relativvärdering en nedsida på samtliga jämförelsemått, men en mortiverad riktkurs för 2026E på 57,2 SEK vilket motsvarar en uppsida på 6%.

WACC	Change in Revenue						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
9,1%	-16%	-15%	-13%	-12%	-10%	-9%	-7%
8,6%	-7%	-6%	-4%	-3%	-1%	1%	2%
8,1%	3%	5%	6%	8%	10%	12%	14%
7,6%	15%	17%	19%	21%	23%	25%	27%
7,1%	30%	32%	34%	37%	39%	41%	44%
6,6%	48%	51%	53%	56%	58%	61%	64%
6,1%	71%	74%	77%	80%	83%	86%	89%

WACC	Change in EBIT margin						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
9,1%	-14%	-13%	-13%	-12%	-11%	-11%	-10%
8,6%	-5%	-4%	-3%	-3%	-2%	-1%	-1%
8,1%	6%	7%	8%	8%	9%	10%	10%
7,6%	19%	20%	21%	21%	22%	23%	23%
7,1%	35%	35%	36%	37%	37%	38%	39%
6,6%	54%	54%	55%	56%	56%	57%	58%
6,1%	78%	78%	79%	80%	80%	81%	82%

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Tobii	Negativt	Negativt	4,90
Sonova	24,50	23,40	16,90
Demant	20,60	14,60	14,60
Getinge	31,40	21,70	11,70
Vitrolife	40,00	27,40	15,30
Arjo	17,70	14,50	6,60
GN Store Nord	13,00	12,70	10,60
Medtronic	25,00	21,10	14,50
Average	24,60	19,34	11,89
Dynavox Group AB	40,22	28,52	15,22
Upside/downside	-39%	-36%	-24%



Rekommendation

Värdedrivare & Styrkor

- Med en marknadsledande position, goda fundamentaler, en långsiktigt hållbar affärsidé, säkra intäkter genom försäkringsbolag, och starka konkurrensfördelar genom deras kompletta systemlösningar så är Dynavox Group i en god position att kapitalisera på marknadstillväxten
- En åldrande världsbefolkning, och ökande diagnostisering av neurologiska tillstånd skapar en växande efterfrågan. Ett exempel på detta är att antalet personer som diagnostiserats med ALS i Sverige har ökat med 31% sedan år 2000.
- Fler individer och vårdgivare blir medvetna om neurologiska tillstånd och kommunikationslösningarna som finns tillgängliga
- Den låga marknadspenetrationen skapar i samband med den ökande medvetenheten och den ökande diagnostiseringstakten en god potential för företaget att växa genom sin befintliga position som ledare

Risker & Svagheter

- En risk på en framtida marknad är större konkurrens med hänseende på teknologisk innovation i AKK, vilket i dagsläget inte är en större risk. Men teknologi är snabbföränderligt, och framgent kan detta komma att behöva beaktas
- Den mest väsentliga andelen av intäkterna och marknaden återfinns i USA, vilket i dagens geopolitiska läge kan anses vara en stor risk. Även om intäkterna till största del är beskyddade genom försäkringsavtal, så finns risken för begränsningar inom sjukvård i USA framgent samt att ökande tullavgifter försvårar affären.

Sammanfattning & Rekommendation

Dynavox Group framstår som ett välinvesterat tillväxtbolag inom ett nischat men växande segment av medicinteknik. Bolaget är global marknadsledare med en unik position som enda aktör med en komplett lösning där hela värdekedjan kontrolleras internt. Genom egenutvecklad hård- och mjukvara, klinisk support och ett omfattande nätverk av försäkringspartners skapar bolaget starka inträdesbarriärer, långsiktiga kundrelationer och återkommande intäkter.

Trots att marknaden än idag är gravt underpenetrerad med endast 2 % av behoven mötta globalt finns en tydlig trend mot ökad medvetenhet, vilket gynnar bolagets långsiktiga tillväxtmöjligheter. Dynavox kombinerar stark organisk tillväxt med en genomtänkt och framgångsrik förvärvsstrategi, vilket påvisats genom både ökande marknadsnärvaro och förbättrade marginaler. Bolaget växer stabilt, med ökande orderingång och stark bruttomarginal, och är på god väg att nå sina finansiella mål om 20 % årlig tillväxt och över 15 % rörelsemarginal.

Vår DCF-modell indikerar en uppsida på 21,23 % från nuvarande aktiekurs, med en värdering som är mer konservativ än marknaden.

Trots den goda karakteristikan och positionen, kan riskbilden för dagens geopolitiska klimat ej försummas. Därav, rekommenderar vi att **avvakta** med att köpa aktier i Dynavox Group i dagsläget.

