

Truecaller AB

Marknadsledaren som löser ett växande problem

Truecaller är ett globalt företag baserat i Stockholm som har specialiserat sig på att erbjuda tjänster för identifiering av okända uppringnings-ID, blockering av oönskade samtal och filtrering av bedragare med hjälp av AI-teknologi. Sedan starten 2009 har företaget vuxit kraftigt och blivit en ledande aktör inom sitt område. Med över en miljard nedladdningar och mer än 374 miljoner aktiva användare världen över, har Truecaller etablerat sig som en pålitlig lösning för att hantera kommunikation säkert och effektivt. Plattformen är tillgänglig för nedladdning via Google Play och AppStore, vilket gör den lättåtkomlig för en bred användarbas. Truecaller fortsätter att utveckla sina tjänster för att möta det växande behovet av skydd mot online-bedragare, vilket representerar en växande global utmaning.

Estimat (mkr)	2023	2024E	2025E	CAGR
Omsättning	1728,9	2074,7	2489,6	20,0%
EBITDA	702,9	746,9	896,3	12,9%
EBIT	657,7	684,6	821,6	11,8%
EBT	712,3	728,0	864,9	10,2%
Resultat	536,3	587,0	695,7	13,9%

Värdering	2023	2024E	2025E
EV/EBITDA	15,2	14,3	11,9
EV/EBIT	16,2	15,6	13,0
P/E	19,9	18,2	15,3

Analytiker

Erik Krumlinde
Nils Sjöberg

Nyckeltal

Handelsplats	Large Cap
Sektor	Informationsteknik
Börsvärde (MKR)	12,1
Enterprise Value	10,6
Nettoskuld/EBITDA	-2,1
Direktavkastning (%)	0
P/E	20,8
EV/EBIT	16,2
EPS	1,49
ROE (%)	30,8
ROIC (%)	42,4
ROA (%)	24,8

Värdering

Aktiekurs	30,84
Riktkurs DCF	37,2
Riktkurs Peers	47-65
Uppsida/nedsida	21-99%
Rekommendation	Köp



Investment Case

Truecaller står inför osäkerheter och risker som påverkar bolaget, vilket bidrar till varför det ibland är föremål för blankning Vi identifierar främst dessa två risker:

- **Regulatoriska risker, sekretessbekymmer och geografisk koncentration i Indien:** Truecaller hanterar stora mängder personuppgifter, vilket gör dem sårbara för dataskyddslag och regleringar som varierar mellan länder. Särskilt i Indien har detta varit ett aktuellt ämne som kan ha betydande effekter på verksamheten. Detta kan ha stor påverkan på Truecaller, då 73,2% av nettomsättningen kommer därifrån. Dessa regleringar kan leda till ökade kostnader och operativa utmaningar för Truecaller.

- **Konkurrens från Google och Apple:** Marknaden för samtalsidentifiering och spamfiltrering är starkt konkurrensutsatt, där stora teknikföretag som Google och Apple utvecklar egna lösningar. Med deras betydande resurser kan de utmana Truecaller på dess kärnmarknader.

Trots dessa utmaningar ser vi betydande tillväxtpotentialer för Truecaller, den ledande aktören inom teknik för identifiering av okända uppringnings-ID och spamfiltrering. Vi ser särskilt följande fördelar:

- **Lansering och tillväxt av Truecaller for Business:** Sedan lanseringen av Truecaller for Business 2021 har tjänsten snabbt växt till att omfatta över 2500 företagskunder. Tjänstens huvudsakliga funktion är att verifiera identiteten på den som ringer eller skickar SMS. Med ökad medvetenhet om tjänsten och i en tid där betydelsen av säkerhet och sekretess aldrig har varit större. Företag som Coca-Cola, Uber, Google och IKEA har redan anslutit sig, och vi förutspår att fler kommer att följa efter. I fjärde kvartalet 2023 ökade intäkterna från Truecaller

for Business med 61% jämfört med föregående år, och tror det kommer växa ännu snabbare ju fler företag blir medvetna om tjänsten.

- **Ökning av premiumabonnemang:** Truecaller fokuserar nu också på att öka andelen premiumabonnenter, vilket skulle göra dem mindre konjunkturkänsliga i förhållande till annonsintäkter. Under fjärde kvartalet rapporterade Truecaller en ökning av antalet betalande användare med 19% jämfört med föregående år. Denna ökning kan till stor del tillskrivas införandet av nya AI-baserade funktioner, som har haft en positiv effekt på genomsnittspriset per betalande användare.

- **Ökad användning bland kunder:** Trots en minskning i nettoomsättningen från föregående år på grund av lägre annonsintäkter, har antalet aktiva användare ökat med 35,8 miljoner. Med tanke på att den globala marknaden för identifiering av okända uppringare och blockering av bedragare uppskattades till \$40 miljarder 2021 och förväntas växa till \$70 miljarder 2025 (en årlig tillväxttakt, CAGR, på 15%), ser vi detta som en avgörande faktor för företagets framtida framgång. Denna ökning av användarbasen är av stor vikt, speciellt om en återhämtning på annonsmarknaden sker.



Affärsmodell

Bakgrund

Truecaller är ett globalt företag som erbjuder sina kunder tryggare, effektivare och mer transparent kommunikation. Sedan bolaget grundades 2009 i Stockholm har deras plattform intagit en ledande position för identifiering av okända uppringnings-ID, blockering av oönskade samtal och bortfiltrering av bedragare med hjälp av smart AI-teknologi. Mjukvaran som de har utvecklat finns att ladda ner som en applikation via Google Play och AppStore.

Idag har Truecaller över en miljard nedladdningar, över 374 miljoner aktiva användare som är spridda över drygt 175 länder. Under 2022 blockerade företaget över 46 miljarder samtal. Enligt en rapport från bolaget förskingras över \$320 miljarder årligen av online-bedragare vilket Truecaller kan, och vill, förhindra. Truecaller Group består av tio dotterbolag som är baserade i USA, Indien, Israel och Sverige. Syftet med de olika bolagen varierar från att anskaffa mjukvara och kompetens, till att komma närmare sin marknad.

Truecaller's produkterbjudande delas upp i två segment, privata kunder och företagskunder.

Privata kunder

Majoriteten av företagets användare utgörs av privata konsumenter. Kärnan i erbjudandet är identifiering av okända inkommande samtal i realtid samt blockering av spam och/eller bedragare. Utöver det finns fler funktioner för samtal och sms som gör kommunikationen effektivare, exempelvis kan man se om vederbörande är tillgänglig för samtal och få hjälp av en AI-assistent som filtrerar bort sms-spam.

Företagskunder

Tjänsteerbjudandet riktat mot företag skapar värde genom enklare kommunikation med sina kunder. Detta möjliggörs då kunden får en direkt identifiering av uppringaren samt vad ändamålet med samtalet är. Truecallers erbjudande mot företag lanserades i Q4 år 2020 och omfattar idag drygt 2500 företag.

Intäkter

Truecallers tre intäktskällor består av *annonsering*, *abonnemang* och *företagskunder*.

Annonsaffären är det den största bidragande faktorn till Truecallers omsättning. Detta utgör såväl en möjlighet som en risk. Då över 80% av Truecallers användare utnyttjar tjänsten dagligen är plattformen en mycket attraktiv annonsplattform. Försäljning sker direkt mot marknadsförande bolag och/eller via marknadsföringsnätverk som de har avtal med. Annonsintäkterna minskade med 9,6% under 2023 och stod då för 78% av bolagets totala omsättning.

Appen är gratis att ladda ner via AppStore och Google Play. För de kunder som vill utnyttja teknologin till max, få tillgänglighet till samtliga funktioner och undvika reklam finns Truecaller premium, som utgör den andra intäktskällan. Kunderna betalar en fast avgift i förväg antingen månadsvis eller årsvis. Det finns tre olika typer av prenumeration som skiljer sig i pris och funktioner: connect (39kr/mån), premium (49kr/mån) och gold (1995kr/år). Intäkterna från prenumeranter ökade med 21% under 2023 och representerade 12% av omsättningen.

Sedan lanseringen av produkterbjudandet riktat mot företag vid slutet av 2020 har antalet kunder vuxit kraftigt. Försäljning sker direkt mot slutkund och via



Affärsmodell

distributörer. Företaget betalar en fast avgift som beror på antalet telefonnummer som ska vara certifierade/verifierade kombinerat med antalet samtal som ska verifieras per månad. Om antalet samtal överstiger övertalad mängd debiteras kunden ytterligare för dessa. Vid 2023 års slut hade de över 2500 betalande företagskunder i 37 länder, där omsättningstillväxten under året var 61,4%, och stod för knappt 10% av omsättningen. Några av dessa företag är Coca-Cola, Uber, Google och Ikea.

Fördelar

Truecaller är ett mjukvarubolag, innebärande att de inte är beroende av kapitalintensiva investeringar vilket möjliggör en smal och liten balansräkning.

Affärsmodellen har god potential för stordriftsfördelar.

Kassakonverteringen är mycket stark där drygt 80% av rörelseresultat konverteras till fritt kassaflöde.

Stark balansräkning med en nettoskuld/EBITDA på -2,4 samt inga räntebärande skulder. Bolaget kostnadsför även majoriteten utvecklingskostnaderna i stället för att aktivera de som tillgångar vilket är mycket vanligt bland mjukvarubolag.

Stora inträdesbarriärer på grund av svårigheten för nykomlingar att komma över stora mängder data.

Nackdelar

Truecaller är en applikation som laddas ner från AppStore eller Google Play, innebärande att företaget är föremål för negativa påverkningar från dessa aktörer. Företaget betalar avgifter för att få ha sin tjänst på deras plattformar vilket begränsar företagets bruttomarginal. För 2023 var bruttomarginalen 75,6%.

22 april 2024

Ägarbild

Alan Mamendi (vd) och Nami Zarringhalam (styrelseordförande) grundade bolaget tillsammans och äger knappt 60% av rösterna tillsammans vilket enligt oss utgör en stark ägarbild. Under de senaste åren har bolaget dessutom genomfört regelbundna aktieåterköp vilket gör Truecaller till en av de största aktieägarna. Att företaget regelbundet köper tillbaka aktier anser vi är en indikation på att bolaget självt anser att aktien är billigt värderad.

Name	Num. of shares	Change	Capital	Votes	Verified
Peak XV Partners (formerly Sequoia Capital)	60,802,148	0	15.95%	7.58%	2024-02-27
Truecaller AB	34,247,115	1,803,044	8.98%	4.27%	2024-04-05
Handelsbanken Funds	27,879,905	387,125	7.31%	3.48%	2024-03-31
Nami Zarringhalam	27,355,487	0	7.18%	29.65%	2024-02-27
Alan Mamendi	27,355,487	0	7.18%	29.65%	2024-02-23
First Swedish National Pension Fund	24,700,000	0	6.48%	3.08%	2024-02-27
Kleiner Perkins Caufield & Byers LLC	24,622,237	0	6.46%	3.07%	2024-02-27
Malabar Investments	16,977,260	16,984	4.45%	2.12%	2024-03-31
Swedbank Robur Funds	13,850,000	0	3.63%	1.73%	2024-02-29
Futur Pension	12,222,438	0	3.21%	1.52%	2024-02-27
Total 10	270,012,077		70.83%	86.14%	
Others	111,175,452		29.17%	13.86%	
Total number of owners	14,460				2024-02-29
Total number of shares	381,187,529				2024-04-08



Marknad och Konkurrens

Truecaller är ett globalt företag med användare i över 175 länder. Bolagets försäljning delas in i tre segment: Indien, Mellanöstern/Afrika samt resten av världen. Indien är deras största marknad där majoriteten av kunderna befinner sig. Under 2023 stod Indien för 74,7% av omsättningen, Mellanöstern/Afrika för 13,4% och "resten av världen" för 11,9%.

Den globala marknaden för identifiering av okända uppringare, blockering av skamers och bedragare beräknades värderas till \$40 miljarder (2021) och förväntas växa till \$70 miljarder (2025) vilket innebär en CAGR om 15%.

Fyra huvudsakliga trender som driver marknaden:

Ökad befolkning och höjd livslängd

Den största efterfrågan på Truecallers tjänst återfinns inom utvecklingsländer och på tillväxtmarknader vilket innebär att en befolkningsökning leder till ökat behov av Truecallers tjänster.

Ökad användning av "smartphones"

Antalet människor som äger och använder en smartphone beräknas öka kraftigt under kommande år. Detta beror främst på växande ekonomier, lägre försäljningskostnader och lägre datakostnader vilket tillsammans leder till att allt fler människor har råd med smarta mobiltelefoner. Den här trenden gynnar Truecaller.

Ökad volym av spamsamtal och bedrägerier

Teknologin bakom robotsamtal, som orsakar majoriteten av alla bedrägerier och oönskade samtal, förbättras ständigt vilket leder till ökade volymer samtidigt som svårigheten att identifiera ökar. Här skapar Truecallers mjukvara

verkligt värde för sina kunder som kan filtrera bort dessa samtal och skydda sig från bedragare.

Ökad medvetenhet om tjänsten

Bolaget menar att den huvudsakliga anledningen till att människor, som utsätts för dessa oönskade samtal, inte använder sig av en tjänst som Truecaller beror på att de inte vet att den existerar. Efterfrågan finns vilket innebär att ökad spridning och medvetenhet om denna lösning kommer leda till ökad omsättning.

Konkurrens

Marknaden för samtalsidentifiering och blockering av oönskade samtal beskrivs och bedöms vara fragmenterad och i ett tidigt stadiet. De största konkurrenter utgörs av telecombolag, telefontillverkare, tillverkare av operativsystem samt liknande appar.

Vallgravar

Truecaller var bland de första som utvecklade den här mjukvaran och tog snabbt marknadsandelar. Möjligheten för att nya aktörer snabbt ska kunna penetrera marknaden bedöms som låg på grund av svårigheten att samla in avgörande data om uppringnings-ID. Truecallers databas har byggts upp genom nätverket av användare och maskininlärning vilket resulterat i att de identifiera omkring 5,9 miljarder olika uppringar-ID. Under 2022 kunde de även identifiera 95% av alla samtal, globalt. Det här utgör en stor konkurrensfördel och vallgrav mot andra aktörer som befinner sig på eller vill ta sig in på marknaden.



Värdering

DCF

Den riskfria räntan bestäms enligt en svensk tioårig statsobligation. WACC beräknas till 11,6% och evig tillväxttakt sätts till 2% i enlighet med BNP/inflation.

Historisk Tillväxt

Bolaget är ungt och har sedan 2019 vuxit kraftigt med en CAGR om 55,1%, där bolaget upplevde negativ tillväxt (-2,5%) under 2023. Majoriteten av omsättningen härrör från Indien (75,8%) och annonsmarknaden (77,9%) vilket innebär att det i nuläget finns en stark korrelation mellan denna marknad och bolagets tillväxttakt. Den negativa tillväxten förklaras till största del av en svalare annonsmarknad i Indien då annonsintäkterna minskade med 10% över hela året. Truecaller arbetar aktivt med att utvidga och utveckla sina två andra intäktskällor, premiumprenumeranter och företagskunder, som visat på stark tillväxt sedan lansering. Under 2023 växer intäkterna med 21% respektive 61% för de två segmenten. Utöver det arbetar Truecaller med geografiskt riktade investeringar för att öka exponeringen mot andra regioner och möjliggöra stark tillväxt på medellång sikt. Utfallet indikerar på lyckade investeringar då Intäkterna från exempelvis USA växte med 8% under januari månad (2024) jämfört med december och 50% jämfört med januari 2023.

Dessa satsningen indikerar att bolaget är medvetna om de befintliga riskerna samt att de framgångsvis börjat diversifiera sina intäktskällor vilket på sikt kommer minska beroendet till såväl Indien som annonsmarknaden.

Efterfrågan på tjänsten som Truecaller erbjuder har inte stannat av, utan nådde högsta nivån för månatliga (MAU) och dagliga (DAU) aktiva användare under q4 2023. Ökning på helåret var 10,7% respektive 12,6%.

WACC	Change in Revenue						
	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0%	1,0%	2,0%	3,0%
13,1%	-9%	-5%	-1%	4%	8%	13%	18%
12,6%	-5%	0%	4%	9%	14%	19%	24%
12,1%	0%	5%	10%	15%	20%	25%	31%
11,6%	5%	10%	16%	21%	27%	33%	39%
11,1%	11%	17%	22%	28%	34%	41%	47%
10,6%	18%	24%	30%	36%	43%	50%	57%
10,1%	26%	32%	38%	45%	52%	60%	68%

Prognos - Omsättning

Truecallers har som målsättning att uppnå en genomsnittlig omsättningstillväxt om 45% mellan 2021-2024 vilket med all största sannolikhet inte kommer realiseras. Vi prognostiserar en mer försiktig tillväxt med en CAGR (2024-2030) om 17,5%. Vi tror att Truecaller har stora möjligheter att växa snabbare än marknaden på grund av sin etablerade position och stora tillgång till data. Vidare är det svårt att avgöra när annonsmarknaden vänder men när den väl vänder, vilket den kommer att göra, har Truecaller fler användare än någonsin tidigare som kommer bidra till stark tillväxt.

Prognos - EBIT

Vidare har de som målsättning att från och med 2024 generera en EBITDA-marginal om 35%. Från att inte vara lönsamma 2019 har de gjort stora framsteg där de nu succesivt ökat marginalen till 40,7% (2023). Att generera den bästa lönsamheten i samband med negativ tillväxt indikerar på ett effektivt och välskött bolag. I och med att Truecaller är ett mjukvarubolag är det väldigt skalbart, innebärande att kostnaden för ytterligare en användare är mycket låg



Värdering

vilket ger en stor positiv påverkan på resultat och kassaflöde. Vi prognostiserar en stabil lönsamhet om en EBIT-marginal om 33%.

Relativvärdering

För att få en uppfattning om hur Truecaller värderas i förhållande till andra appföretag, IT-bolag och mjukvarubolag har vi genomfört en bred relativvärdering i syfte att fånga den breda teknikbranschen. Jämförelsen indikerar att Truecaller är betydligt lönsammare samtidigt som de värderas lägre än den genomsnittliga värderingen. Justerat för "outliers" indikerar denna jämförelse en uppgång mellan 47-99%.

Multipelvärdering

Eftersom Truecaller endast har varit noterat sedan 2021 är historiska värderingsdata begränsad. Jämfört med sitt historiska P/E, EV/EBIT och EV/EBITDA handlas aktien idag till nivåer som är 38-41% lägre. Det här beror till största del på grund av att aktiekursen drevs upp högt i samband med börsintroduceringen. Sedan dess har P/E legat kring nivåerna 21-22x.

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
Sleep Cycle	16,00	11,00	8,70
Storytel	5,00	4,90	24,30
Infracom	17,70	14,00	10,70
Hemnet	95,40	73,70	62,80
Tagmaster	22,60	23,50	7,40
Enea	1,90	2,70	6,30
Lime	57,60	43,10	27,30
Vitech	61,20	38,90	20,80
Checkin	335,60	269,10	42,00
Average	45,08	34,03	23,37
Truecaller AB	22,62	16,22	15,18
Upside/downside	99%	97%	47%

	ROIC	ROCE
Sleep Cycle	-76,00	-93,20
Storytel	-80,60	-73,10
Infracom	13,00	18,40
Hemnet	17,90	23,70
Tagmaster	4,70	5,30
Enea	-27,60	-25,00
Lime	21,20	29,10
Vitech	5,10	8,90
Checkin	1,90	2,30
Average	5,17	8,96
Truecaller	42,40	52,00

Negativ inställning till aktien

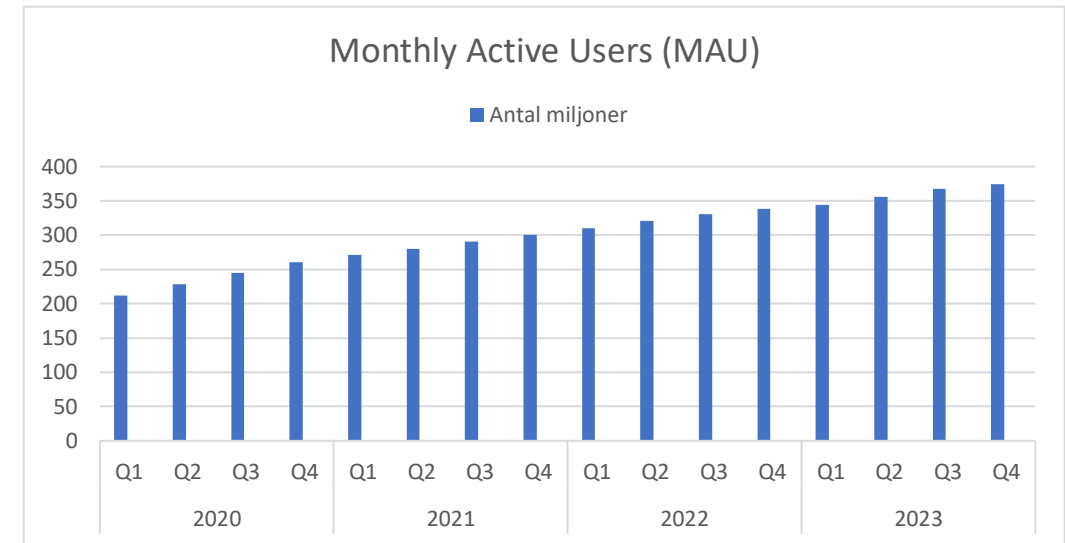
Efter raketstarten på börsen har inställningen till aktien blivit betydligt sämre som exemplifieras av att ungefär 7% av floaten är blankad. Vi anser att startskottet till denna nedåtgående trend var när Viceroy genomförde och offentliggjorde en blankningsrapport om Truecaller i slutet av september 2022. I rapporten anklagar de Truecaller för att inte ha betalat företagsskatt i Indien och att bolaget ska ha brutit mot dataskyddsförordningar samt Googles integritetspolicy. Sedan rapporten är aktien ned drygt 30%. Efter en intern utredning besvarade Truecaller dessa anklagelser och menar att de är ogrundade och osanna. De förklarar att bolaget inte betalade skatt för det aktuella på grund av redovisad förlust. Vidare samlar bolaget endast in privat information efter att kunden har godkänt detta i enlighet med EU:s direktiv om GDPR. Det är enligt vår uppfattning att Truecaller bedriver sin verksamhet i



Värdering

enlighet med de specifika lagar, regleringar och policys som finns på de platser som de bedriver verksamhet på.

Blankningsrapporten kombinerat med den negativa tillväxttakten under 2023 är faktorer som, enligt oss, gör att marknaden undskattar bolagets tillväxtpotential och orsakar en förhållandevis låg värderingen. Vi tror och förväntar oss att bolaget kommer ha fortsatt stark tillväxt av användare, omsättning och resultatet vilket på sikt kommer att leda till större efterfrågan på aktien. Detta kan även bli en "trigger" om det resulterar i en "short-squeeze" då blankarna måste täcka sina positioner vilket kommer driva upp aktiekursen ytterligare.



Rekommendation

Truecaller har positionerat sig som en ledande global aktör inom kommunikationssäkerhet, vilket framgår tydligt genom dess imponerande användarbas och nedladdningsantal. Företaget står starkt med sin innovativa användning av AI för att identifiera och blockera oönskade samtal och SMS, vilket är särskilt viktigt i en tid där digitala bedrägerier är på uppgång.

- Stor och växande användarbas: Med en användarbas på över 374 miljoner aktiva användare och en närvaro i över 175 länder, har Truecaller en omfattande räckvidd och en gedigen datainsamling som stärker dess tjänster. Samt förväntas markanden växa till \$70 miljarder (2025)
- Innovativ teknologi: Truecallers AI-drivna plattform ger effektiv identifiering av okända uppringnings-ID och spamfiltrering, vilket gör deras erbjudanden attraktiva både för privatpersoner och företag. Det erbjuder bra tjänster som förväntas bli mer efterfrågade.
- Diversifierade intäktsströmmar: Trots en nedgång i annonseringsintäkterna har Truecaller lyckats öka sina intäkter från abonnemang och företagskunder betydligt. Ökningen av intäkter från premiumabonnemang och företagstjänster, som växte med 21% respektive 61,4% under det senaste året, visar på en framgångsrik diversifiering av intäktsbasen.

- Expansion inom företagssegmentet: Lanseringen och expansionen av Truecaller for Business, som nu har över 2500 företagskunder, inklusive stora namn som Coca-Cola och Google, understryker företagets växande inflytande inom företagskommunikation.
- Finansiell styrka och skalbarhet: Truecallers förmåga att generera en stark kassakonvertering och upprätthålla en sund balansräkning med minimal skuldsättning positionerar företaget väl för fortsatt tillväxt och investeringar i nya tekniker och marknader.

Med tanke på dessa styrkor så rekommenderas köp av aktien.

