



SNOWBALL

— CAPITAL —

Kvartalsbrev
Q1 2022



Første kvartal 2022

Snowball Capital og investeringsforeningen, PortfolioManager Snowball Invest, blev født ud fra ønsket om at lave et investeringsprodukt, der var markant anderledes end, hvad der ellers fandtes i markedet – i hvert fald i Danmark og måske også Norden. Med et dedikeret team og en meget specialiseret investeringsstrategi vurderer vi, at alle forudsætningerne for at komme godt i luften er opfyldt.

Vi er blevet utroligt godt modtaget af de mange investorer, der bakkede op om vores projekt i forbindelse med investeringsforeningens start, den 19. januar 2022, og af dem, der er kommet til siden. Der skal lyde en kæmpe tak til jer alle for tilliden fra hele Snowball teamet.

Nærværende kvartalsskriv er det første i rækken af forhåbentlig mange publikationer i de kommende år. Vi har tænkt og talt meget om, hvad målsætningen med dette skriv skulle være og er enige om, at det ligeledes skal være markant anderledes end de mange måneds-, kvartals- og årsskriv, der flourer i vores branche.

I modsætning til disse ønsker vi *ikke* at fortabe os i de seneste markedsnyheder eller ”støj”, som præger den daglige informationsstrøm. I vores optik har nyhedsbreve ofte mere karakter af en fortælling om markedets udvikling end en substantiel forståelse af samme. Vi ønsker at give os selv friheden til at foretage ”deep dives” på vores porteføljevirkksomheder, samt skrive om tematiske emner vi mener bygger viden om aktiemarkedets grundstrukturer.

Mere konkret betyder det, at vores kvartalsbreve ikke vil dvæle ved kortsigtet performance. Det kan findes udførligt i vores månedsopdatering og på vores hjemmeside. Vi vil sjældent fortabe os i makrobegivenheder. Misforstå os ikke, vi synes store makroøkonomiske begivenheder er meget interessante, men vi er ydmyge i den forstand, at vi ikke tror, vi kan lave bedre analyser eller kommentarer, end eksperterne på dette område kan. Og hvis vi ikke kan analysere bedre, kan vi heller ikke skabe merværdi til vores investorer.

Det mener vi til gengæld, at vi kan på virksomhedsniveau. Med vores fokus på kun at lede efter værdiskabende monopoler og analysere disse i bund har vi et kæmpe fortrin til resten

af markedet. Det skyldes, at vi helt præcist ved, hvad vi leder efter, og vi kan bruge stort set alle vores ressourcer på at analysere de få virksomheder, vi finder, helt i bund.

I modsætning til verdensomspændende begivenheder og globale økonomiske tendenser, hvor der er uendeligt mange bevægelige dele, er de faktorer, der betyder noget på virksomhedsniveau markant færre. Med andre ord har du sandsynligheden imod dig, når du forsøger at forudsige den makroøkonomiske udvikling, såsom udviklingen i inflation, renter og BNP. Hvorimod du har sandsynligheden med dig på virksomhedsniveau, og i særlig grad blandt de virksomheder, vi leder efter.

Dette kvartalsbrev fokuserer på to aktuelle emner; Aktiemarkedets volatilitet og en analyse af Meta Platforms (tidligere kendt som Facebook) nuværende situation. Velkommen til et forhåbentligt meget anderledes kvartalsbrev, hvor vi sammen bygger viden og værdi.

Tak for jeres opbakning.

Med venlig hilsen

Alexander Munk, Henrik Sparup og Victor Berg

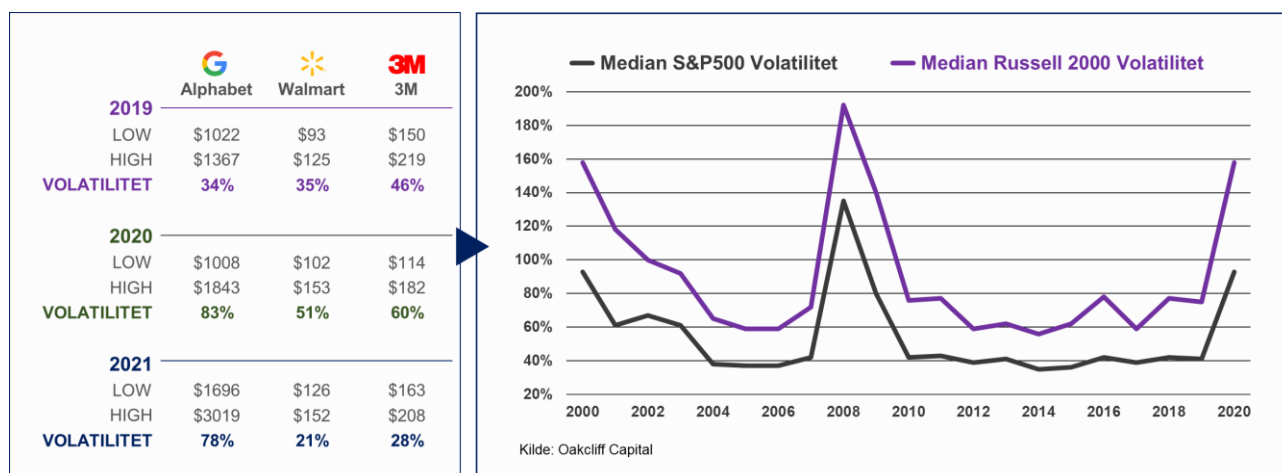
Aktiemarkedets volatilitet

For et par år siden mødte en ung investor Warren Buffett. Investoren spurgte: *"Hvad skal jeg gøre for at blive ligesom dig, **bare hurtigere?**"* Buffett svarede, at det var svært, fordi den vigtigste ingrediens i hans succes var tid. Tid, hvor rentes renteeffekten (også kaldet compounding effekten) kunne få lov til at udfolde sit potentiale. Buffett sagde dog, at han havde en god nyhed. Den gennemsnitlige aktiekurs bevæger sig med ca. 80% i et givent år.

Buffett uddybede, at dette er en fantastisk mulighed for den investor, der rent faktisk har lavet et grundigt stykke analysearbejde og forstår, hvad det er, han bliver medejer af, når han investerer.

Vi var utrolig overrasket over Buffetts statistik. Vi havde faktisk svært ved at forestille os, at det kunne være sandt. At en akties kurs i gennemsnit svinger med 80% et givent år. Men selvfølgelig havde oraklet fra Omaha ret.

I tabellen til venstre har vi vist tre aktiers højeste og laveste kurs samt forskellen i procent mellem de to kurser i årene 2019, 2020 og 2021. Det er aktier, der er nogle af de største og mest analyserede i verden. Som vi kan se, så er forskellen mellem de højeste og laveste kurser ret markante, selv i relativt "rolige" år som i 2019.



Figur 1: Median volatilitet 2000 - 2020

I figuren til højre er samme øvelse for 98% af det amerikanske aktiemarked vist. I "normale" år er median volatiliteten omkring 40% for virksomheder i S&P500 og ca. 60% for resten af det amerikanske aktiemarked (Russell 2000). Men i meget volatile år som 2000, 2008 og

2020 stiger median volatiliteten kraftigt. I 2020 var den næsten 100% for aktier i S&P500 og næsten 160% for alle andre amerikanske aktier.

Pointen er, at hvis man som investor vælger at være investeret i aktiemarkedet, så er det et vilkår, at man kan håndtere volatilitet, og hvis man skal være en succesfuld investor, så skal man forsøge at udnytte den.

En af aktierne i vores portefølje, der oplevede en hel del volatilitet i det forgangne kvartal var Meta (tidligere kendt som Facebook). Metas 2021 regnskab, og efterfølgende kald med investorer i starten af februar, førte til det største tab i markedsværdi nogensinde på en enkelt dag, ca. \$230mia.

Meta Platforms

Vi havde opbygget en mindre position i Meta før dette kald, og havde heldigvis ikke opnået vores ønskede vægt i virksomheden. Så hvad var det, der førte til dette enorme fald i Metas markedsværdi? I vores optik var der to overordnede faktorer:

- ① **Implementeringen af Apples ATT (App Tracking Transparency)**
- ② **Konkurrence fra TikTok**

Vi vil gennemgå dem en ad gangen, og løbende argumentere for, hvorfor vi fortsat er investorer i Meta, og udnyttede det drastiske fald i aktiekursen til at opnå vores ønskede position i virksomheden.

Inden vi dykker ned i de to faktorer, så vil vi gerne give en kort introduktion til markedet for digitale reklamer anno 2022.

Den traditionelle reklamekanale

De fleste har garanteret hørt det famøse citat: *"Vi ved, at reklamer virker på 50% af folk. Vi ved bare ikke hvilke 50%".* Dette citat indkapsler udfordringen med den traditionelle reklamekanale, der også kaldes "brand" reklamer. Den bygger på en masse forskellige uafhængige interaktioner med kunden. Man ser en reklame for et produkt i fjernsynet. Efterfølgende måske endnu en reklame i avisen, og endeligt ser man produktet i de endeløse rækker i supermarkedet, hvor man måske lægger det i sin kurv.

"Brand" reklamer har til formål at skabe en vis forbindelse til kunden, så kunden er mere tilbøjelig til at vælge netop det produkt, der reklameres for, frem for de hundredvis af andre

på hylden, og måske endda også betale lidt ekstra for det. Hvis man har set den fantastiske amerikanske serie "Mad Men", så er det denne relation mellem produkt og kunde, som Don Draper bruger al sin tid på. Som citatet i starten indikerer, så er det dog umuligt at måle den præcise effekt af "brand" reklamer.

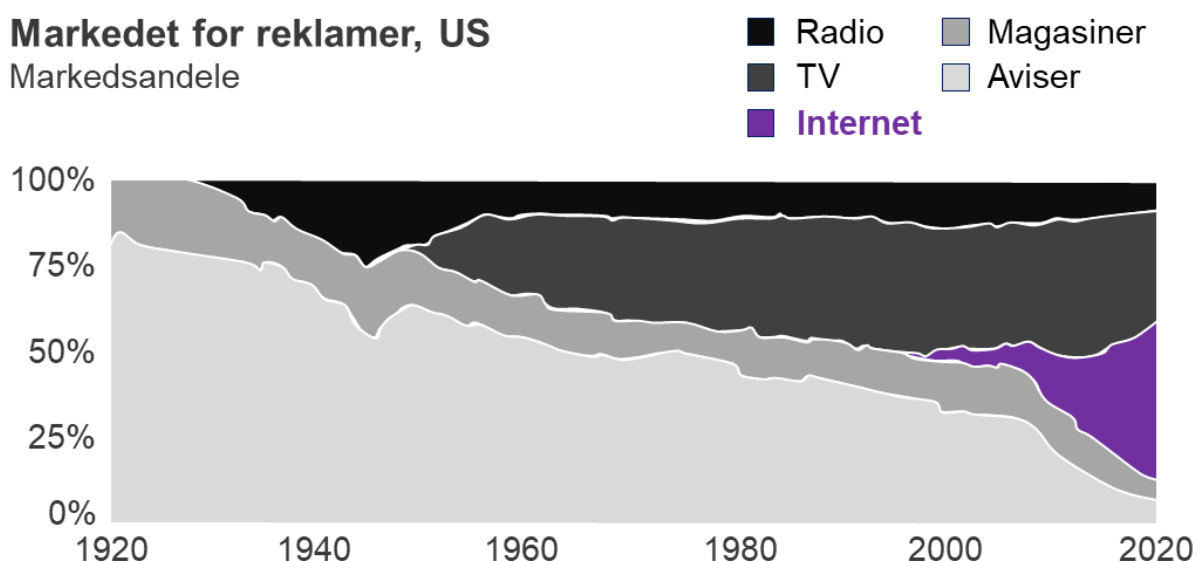
Før årtusindeskiftet var alle reklamer stort set "brand" reklamer. Enten i TV, radio, avis, magasiner eller lignende. Internettets oprindelse skabte to nye former for digitale reklamer:

- Direct response reklamer
- Search reklamer

I figur 2 nedenfor kan vi se, at digitale reklamer har taget betydelige markedsandele fra de traditionelle kanaler, og ændret markedet for reklamer fundamentalt. Det er der en årsag til. De to nye former er simpelthen mere effektive. Det er nu muligt at måle effekten af reklamer, og gøre op med gåden om de "50%".

Markedet for reklamer, US

Markedsandele



Kilde: McCann, Zenith, Coen, BLS, @BenedictEvans

Figur 2: Markedsandele for US reklamer.

De nye digitale reklamer

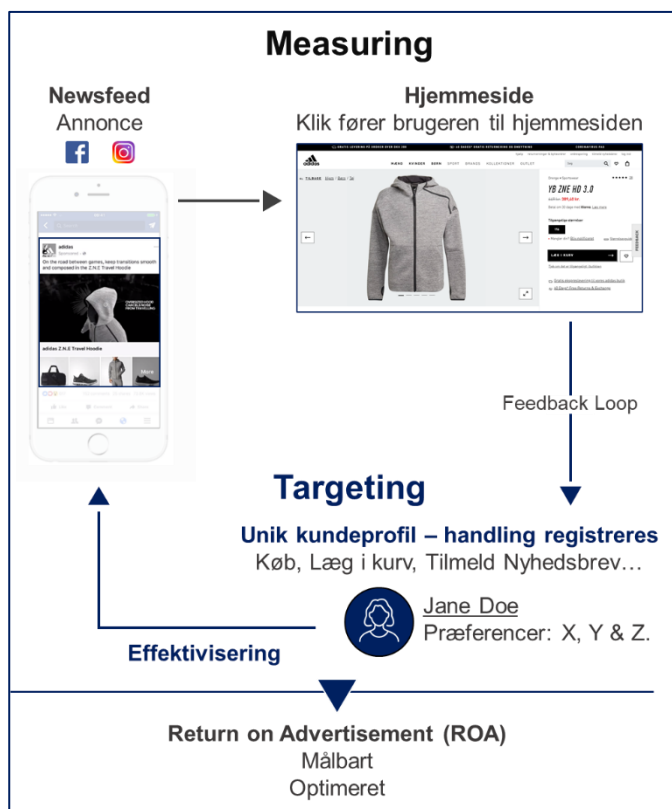
Internettet har gjort det muligt at komprimere "brand" reklame forløbet ned til en enkelt interaktion. Du ser et produkt på Instagram. Du klikker på det for at få lidt mere information. Ét klik til og så er alle dine betalingsoplysninger klar, og dagen efter, når papkassen ankommer ved dit dørtrin, tænker du, hvad der gik af dig, da du købte produktet. For køb af

apps går det endnu hurtigere. Du ser en reklame for et spil. Du klikker ”installer”, og indenfor få sekunder er du i gang med at spille. Denne form for digitale reklamer kaldes for ”direct response”, og det er denne form for reklamer, som Meta, via deres platforme Facebook og Instagram, har udviklet og mestrer bedre end nogen andre.

Det er desværre også ”direct response” reklamer, der er hårdest ramt af Apples nye privatlivsindstillinger, bedre kendt som App Tracking Transparency (ATT). Inden vi fortæller, hvilken indflydelse ATT får på Meta, så lad os lige forklare, hvorfor direct response reklamer er så fantastiske for de virksomheder, der køber dem.

Som tidligere nævnt er det umuligt at måle den præcise værdi af brand reklamer gennem de traditionelle kanaler.

Det råder **direct response reklamer** bod på. Her er det muligt at måle værdien meget præcist. Meta har nemlig været i stand til at følge deres brugere rundt på deres egne platforme, men også på de apps eller hjemmesider, som reklamen, de trykkede på, førte dem til. Meta kan dermed se om klikket på reklamen i ”news feedet” førte til et køb eller ej – en konvertering.



Figur 3: Direct Response reklamer

De kan også observere, hvad brugeren foretog sig på hjemmesiden eller appen, de blev sendt til. Al den data føres tilbage til den unikke profil Meta har lavet på hver enkelt af sine brugere. Dataen bruger Meta til kontinuerligt at forbedre de personaliserede reklamer, de viser deres brugere, også kaldet ”targeting”, hvilket øger sandsynligheden for en konvertering.

Direct response er guld værd for virksomheder, da de er i stand til at optimere deres marketingsforbrug, så de får det højest mulige afkast.

Den er endnu vigtigere for små nichevirksomheder, der sælger et unikt produkt. Før i tiden var det næsten umuligt for dem at lave effektiv markedsføring, men nu kan Meta, via deres "lookalike audiences", finde kunder til dem, der ligner deres kernekunder. Alt dette sker, uden noget data deles med virksomheden. Alt kontrolleres og styres af Meta og deres unikke algoritmer, som er de eneste, der kan tolke den enorme mængde af data, der indsamles.

Meta og de små niche Direct-to-Consumer virksomheder har derfor været i en form for symbiose. En symbiose, der nu får et ordentlig hak i tuden af Apple og deres ATT politik.

Efter implementeringen af ATT vil det ikke længere være muligt for Meta at følge deres brugeres aktivitet udenfor deres egen platform. Det mindsker den transparens, som kendetegnede direct response reklamer, og dermed også transparensen omkring det afkast, virksomhederne får på deres reklamer, også kaldet ROA (Return on ad spend).

Resultatet af Apples ATT blev meget tydelig på det seneste kald, Meta havde med deres investorer. Metas ledelse påpegede, at de lavere ROA's, som ATT medførte, resulterede i lavere forbrug fra deres annoncører. For første gang satte ledelsen et tal på, hvad ATT kom til at betyde for Metas omsætning. Den forventes at være \$10 mia. mindre i 2022 ift. til et scenarie, hvor ATT ikke havde været gældende.

Search advertising

En meget interessant observation ift. ATT's indflydelse kom fra nogle af Metas konkurrenter. Snapchat var fx ikke så påvirket af ATT, hvilket giver god mening, da deres direct response reklamer overhovedet ikke er lige så veludviklede som Metas.

Man kunne slet ikke spore ATT i Googles omsætning. Eller jo det kunne man, men den bidrog med modsat fortegn ift. Metas. Googles altdominerende search reklamemaskine blev nemlig boostet af ATT, eftersom forholdet mellem Googles og Metas ROA's tippede i Googles favør.

Google er ikke påvirket af ATT, da de jo primært er en søgemaskine på det "frie" internet. Google, og search reklamer generelt, nyder også godt af, at de ikke behøves at finde ud af hvad deres brugere er interesseret i. De gør nemlig Google den tjeneste at fortælle dem, hvad de leder efter gennem deres søgninger. Hvis du søger efter et "Hotel i Rom", så er der ret høj sandsynlighed for, at du gerne vil booke et hotelværelse i Rom indenfor en nær fremtid.

Search reklamer er den bedste og mest profitable form for reklamer. Jo mere sikker man er på, at brugeren er responsiv overfor de reklamer, der bliver vist, desto mere er den reklameplads værd, og tekst i en søgeboks vil altid være mere præcis end den bedste targeting fra Meta.

Den eneste del af Googles forretning, der skuffede var YouTube, hvis omsætning primært stammer fra appen og faktisk er tiltet mod direct response reklamer.

Når det kommer til search reklamer, så bliver vi nødt til at nævne endnu en aktør, Amazon. I deres seneste årsregnskab viste de deres reklameforretning separat for første gang, og den var meget imponerende. Deres omsætning i dette segment er gået fra ca. \$2,5 mia. til \$31 mia. på bare syv år. Amazons reklameforretning er meget tiltet mod search advertising og blev derfor, af de samme årsager som Google, begunstiget af ATT.

Hvorfor Meta?

Et helt legitimt spørgsmål at stille på nuværende tidspunkt er: Når Googles og Amazons reklameforretninger tydeligvis ikke er påvirket af ATT, og er altdominerende, hvorfor så overhovedet være investeret i Meta?

Fordi der er en markant forskel mellem direct response og search reklamer. Search er enorm effektivt ift. at identificere, hvad brugerne gerne vil have. Man kan argumentere for, at search reklamer til en vis grad speeder et organisk køb op, der med høj sandsynlighed ville have fundet sted, uafhængigt om der blev reklameret for det eller ej.

Situationen er anderledes med personaliserede direct response reklamer. Meget ofte gør de brugeren opmærksom på produkter, de ikke vidste eksisterede, og de gør det effektivt og målbart. Det er det, som Meta gør bedre end nogle andre. Ved at vide hvem du er, hvad du har liket, og hvad du har købt, så kan Meta placerer reklamer foran dig i news feed, stories og snart "Reels" for produkter eller apps, du aldrig har hørt om.

I den digitale verden er dette en vigtigere reklamekanal og en mere demokratiserende reklamekanal end search. Metas direct response reklamer er som tidligere nævnt fundamentet for mange små 'internet only' nichevirksomheders eksistens. De ville aldrig have kunnet eksistere, uden Meta var i stand til at finde kunder til dem, der i følge deres profilering ville være responsive overfor deres produkter.

Meget har ændret sig med implementeringen af ATT. Direct response transparensen bliver aldrig så perfekt, som den har været (se figur 3).

Men vi mener, at Meta er bedst positioneret til at løse dette problem. Metas annoncører vil gerne dele deres data fra deres hjemmeside eller app med Meta, fordi de gerne vil have effektiv markedsføring på Metas platforme. Meta har selv al data om, hvad der er blevet klikket på af reklamer på enten Facebook og Instagram. Meta vil gennem massive investeringer i datacentre og deres meget effektive AI algoritmer matche de to datasæt, så linket mellem tryk og køb genskabes. Det bliver aldrig 100% perfekt, som det var tidligere, men på sigt bliver det måske meget tæt på.

Alternativt kan annoncøren meget nemt oprette en Facebook Shop, der let kan synkroniseres sammen med Shopify og andre udbydere af e-commerce platforme. Dermed vil al aktivitet, klik på reklame, konvertering etc., blive på Metas egne platforme, hvilket ATT tillader.

Det interessante her er, at ingen af Metas konkurrenter er i stand til at foretage samme massive investeringer, hvorfor man kan argumentere for, at Metas "moat", såfremt det lykkedes dem at løse transparensproblemet, hvilket vi er rimelig overbeviste om, rent faktisk øges som følge af ATT.

Men alt dette er lige meget, hvis der ikke bruges tid på Metas platforme, så de kan vise deres brugere flere personaliserede reklamer. Det er her konkurrence fra TikTok spiller ind.

Konkurrencen fra TikTok

Første gang TikTok blev nævnt i et investorkald med Meta var i Q1 2021. Her var det en analytiker, der spurgte ind til virksomheden. Første gang Metas ledelse omtalte TikTok i et investorkald var i Q3 2021, hvor Zuckerberg nævnte, at TikTok var en af de mest effektive konkurrenter Meta nogensinde havde stået overfor. I deres seneste investorkald nævnte Zuckerberg TikTok fem gange, selvom det føltes som om, at han nævnte virksomheden flere hundrede gange.

Hvad er Zuckerbergs motivation for at nævne en konkurrent så mange gange i et investorkald? Inden vi svarer på dette, vil vi gerne understrege, at vi deler Zuckerbergs holdning. TikTok er en af de mest seriøse konkurrenter, Meta nogensinde har stået overfor.

Vi køber dog ikke fortællingen om, at det udgør en eksistentiel trussel for Meta, og vi ser på nuværende tidspunkt intet alarmerende i data, hvilket vi vil komme ind på lidt senere.

Meta er et socialt netværk. Det er TikTok ikke. TikTok viser korte videoklip, der gennem en meget effektiv AI algoritme skræddersyes til den enkelte bruger, så personen bliver ved med at se videoer på TikTok.

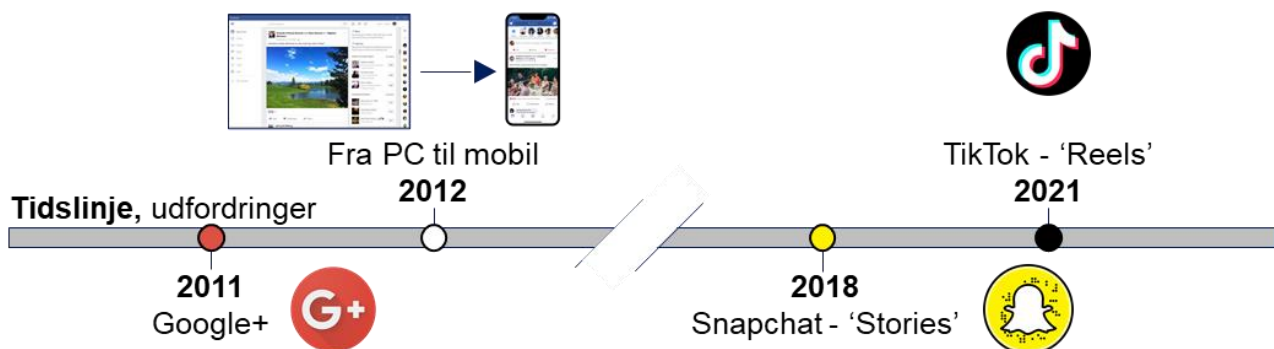
Ikke desto mindre er Meta og TikTok i konkurrence med hinanden, da de i bund og grund, sammen med en masse andre aktører, kæmper om brugernes tid online. En tid, hvor det er muligt at vise brugerne personaliserede reklamer, der genererer omsætning.

Meta står midt i en monopolretssag, der den 11. januar 2022 fik lov til at fortsætte, b.la. fordi TikTok i markedsafgrænsningssektionen **ikke** blev anerkendt som en konkurrent. At TikTok ikke blev anerkendt som konkurrent er ganske enkelt helt uforståeligt, og man kan godt være tilbøjelig til at tro, at Metas ledelse ville have denne misforståelse omkring myndighedernes opfattelse af konkurrencesituationen, total udredt på deres seneste investorkald.

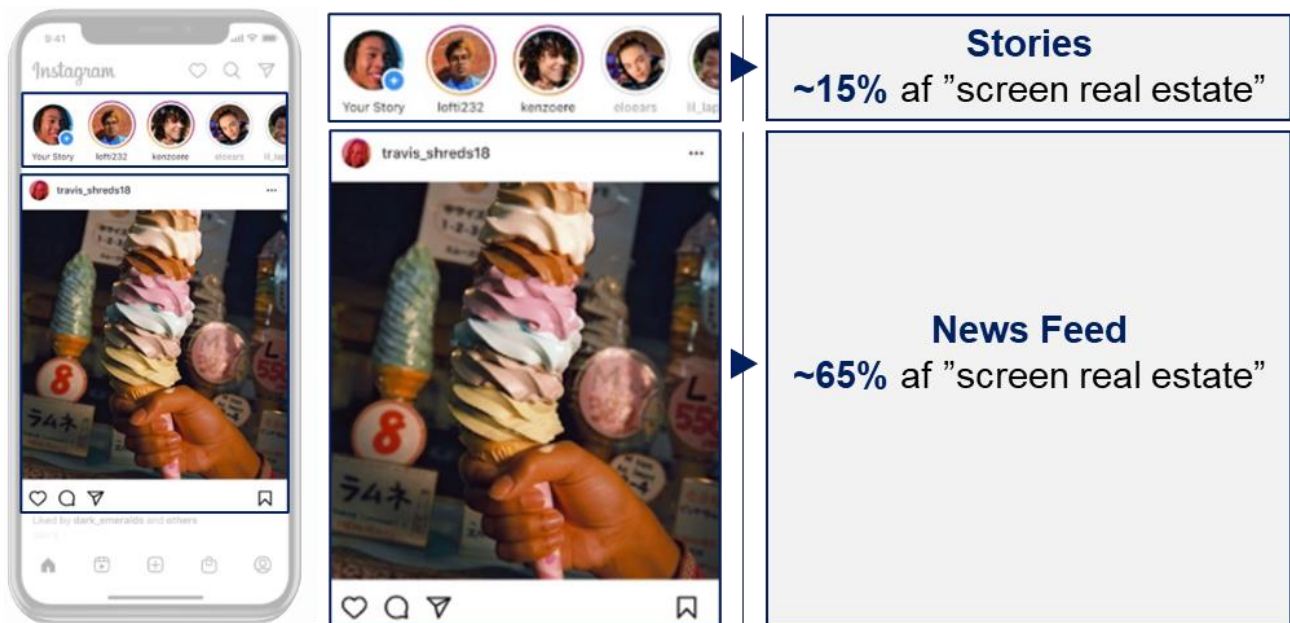
Metas kontante kommunikation omkring TikTok er dog ikke kun fordi, at de vil stilles bedre i en monopolretssag. Meta reagerer nemlig strategisk på truslen fra TikTok.

Dette eksemplificeres bedst ved, at Meta er i gang med at omstille deres forretningsmodel, så de kan vise flere korte videoer på deres platforme. "Reels" hedder Metas TikTok klon, og den kommer til at blive en del af både Facebooks og Instagrams feed fremadrettet. Udfordringen med denne strategiske beslutning er, at Reels på den korte bane ikke monetariserer lige så effektivt som Stories og Feed, hvilket betyder mindre omsætningsvækst til Meta.

Meta har flere gange i deres historie oplevet lignede konkurrencemæssige angreb. Det seneste var Snapchat Stories (2018), som FB fik klonet og monetariseret med stor succes.



Der er dog nogle signifikante forskelle på Snapchat situationen i 2018 og TikTok situationen i dag. Da Stories blev implementeret, så udvandede Meta hverken Instagrams eller Facebooks news feed, der var effektivt monetariseret. Der blev blot tilføjet en linje, hvor brugerne tilbragte rigtig meget tid, hvilket udvidede reklameeksponeringsmulighederne (impressions) signifikant. Det smukke ved Stories var, at den kun brugte 15% af "screen real estate" (se figur 4 nedenfor), hvilket betød at news feedet kun blev mindsket en anelse til ca. 65% af "screen real estate".



Figur 4: Screen Real Estate – Stories & News Feed

Reels transitionen indebærer et større trade-off for Meta. Instagram og Facebook vil inkludere Reels videoer i news feedet, der ikke stammer fra nogle af ens kontakter. Det vil være content, der er kurateret efter en AI algoritme på lige fod med TikTok. Dette kommer til at dræne antal reklameeksponeringer og monetariseringsmuligheder på kort sigt af tre årsager:

- 1) Facebooks og Instagrams reklamesystem er ikke optimeret til korte videoer endnu.
- 2) Annoncørerne, der køber reklameeksponeringer via Reels, er ikke så vant til denne form reklameeksponering, som de er med Feed eller Stories. Derfor kommer det til at tage tid at konvertere og monetarisere dem.
- 3) Meta vil gerne sikre sig, at brugerne får en Reels oplevelse af meget høj kvalitet, og de vil derfor ikke udvande den med flere reklamer end højst nødvendigt. Det er vigtigt at understrege, at alle tre faktorer forbedres over tid.

Vi mener, at Metas fokus på Reels og konkurrencen fra TikTok er det rigtige fokus. Meta skal reagere på truslen fra TikTok, og det gør de. Ved at være så kontante i deres udmelding, så øger de samtidig sandsynligheden for at få lagt monopolretssagen i graven.

Men hvad siger data egentlig om TikTok og Meta? En platforms succes afgøres af aktiviteten på platformen, der er en funktion af antal aktive brugere, og tiden de tilbringer på platformen.

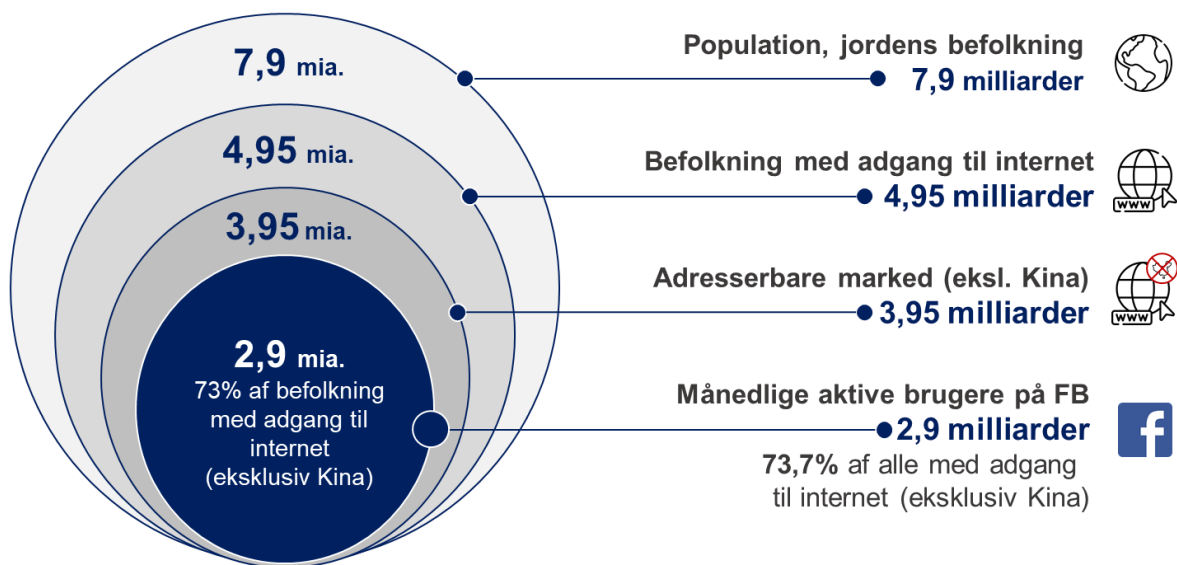


Figur 5: Platformes succes

Antal aktive brugere

Meta offentliggør ikke, hvor meget tid, der bliver brugt på deres platforme, men hvert kvartal opgør de, hvor mange månedlige og daglige aktive brugere de har på tværs af deres platforme. Vi har forsøgt at sætte antallet af brugere på Facebook, en af Metas platforme, lidt i kontekst.

Facebooks adresserbare marked (population) ... og andel.

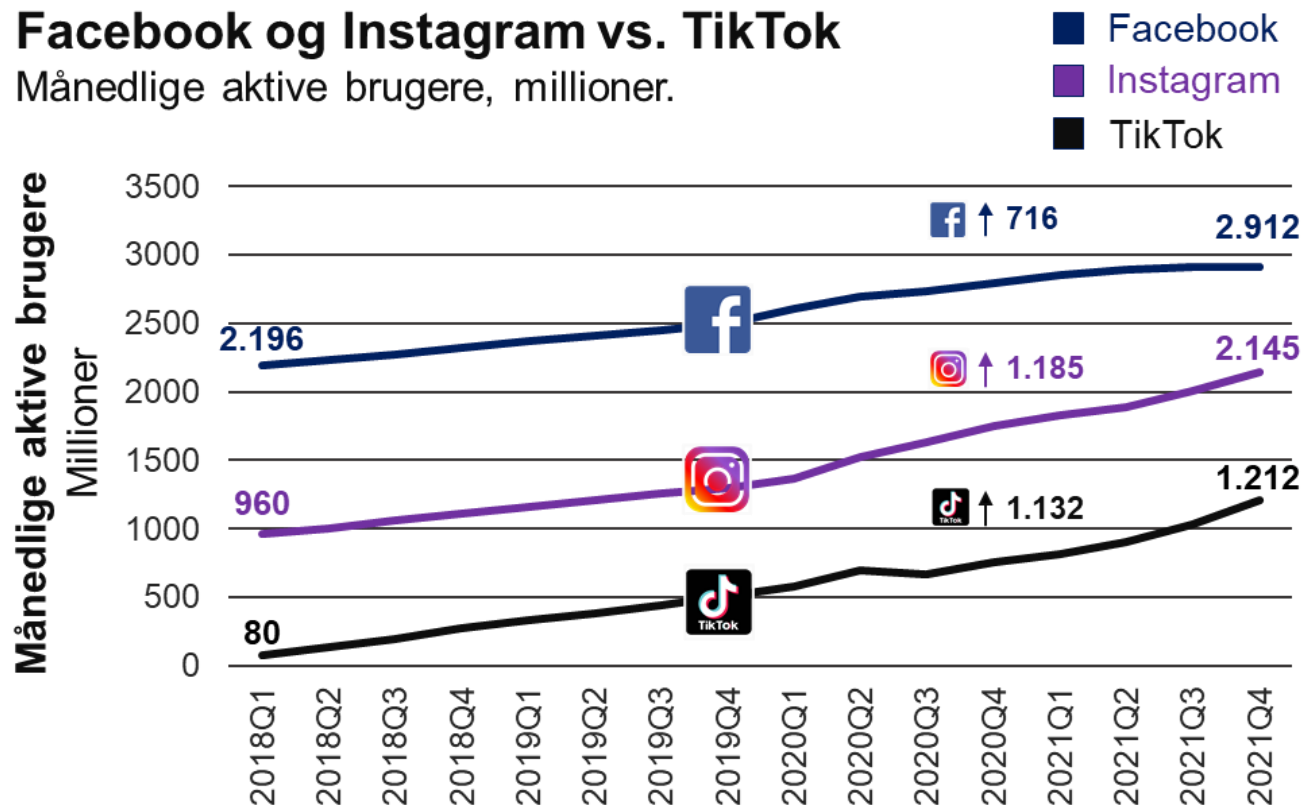


Figur 6: Facebooks adresserbare marked.

Ud fra figur 6 kan vi udlede, at Facebook har 2,9 mia. månedlig aktive brugere (MAU's), svarende til hele 73,7% af verdens befolkning med internet ex Kina. Derfor er det måske ikke så underligt, at væksten i antallet af brugere er stagneret de seneste par kvartaler.

Facebook og Instagram vs. TikTok

Månedlige aktive brugere, millioner.



Figur 7: MAU udvikling, FB, IG & TikTok.

I figur 7 har vi sammenlignet Facebooks MAU udvikling med Instagrams og TikToks. Det er imponerende at se, at Facebook, trods platformens størrelse, alligevel var i stand til at få 716 mio. nye MAU's i denne periode.

TikToks vækst i antallet af MAU's har været intet mindre end fænomenal. Fra 80 til 1.212 mio. på fire år. Instagram har i samme periode været i stand til at øge antallet af MAU's med 1.185 mio., hvilket er mere end TikTok.

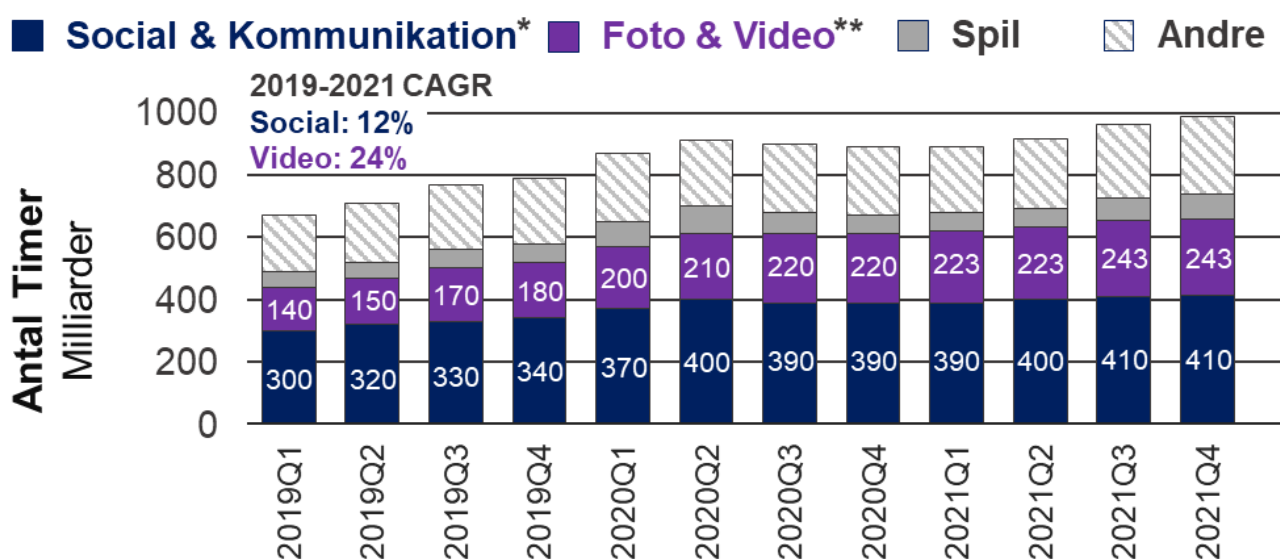
Således har både Meta og TikTok været i stand til at øge deres brugerbase betydeligt. Derfor er der ingen indikationer på, at Meta er udfordret ift. MAU, hvilket bringer os til Time Spent.

Time Spent

En ting er, hvor mange MAU's de forskellige platforme har. En anden ting er, hvor lang tid, der bliver brugt på platformen. Hvis en bruger kun logger på Facebook en gang om måneden i 10 min., så skaber den bruger ikke specielt meget omsætning, da det er ganske få personaliserede reklamer, Facebook kan nå at vise.

Antal timer brugt i apps, globalt.

Stigning i 'time spent' på tværs af kategorier.



*Social & Kommunikation består hovedsageligt af Facebook, Instagram og Snapchat

**Foto & Video inkluderer YouTube og TikTok.

Kilder: App Annie (AI), Bernstein.

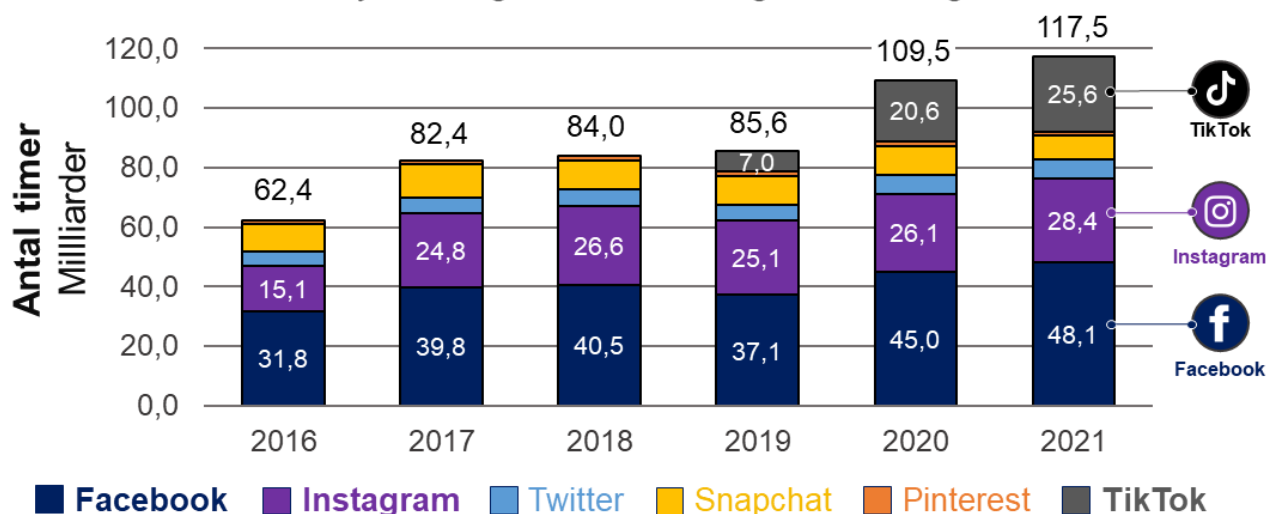
Figur 8: Antal timer brugt i apps, globalt.

I figur 8 kan vi se, at der stadig bliver brugt rigtig mange timer på kategorien "social og kommunikation", der primært består af Facebook og Instagram. Omkring 400 mia. timer i Q4 2021 for at være lidt mere præcis.

Så det lader til, at Facebook og Instagrams brugere stadig bruger masser af tid på platformene, og at det er den samlede tid foran skærmen, der øges. Dette bekræftes af data fra USA.

Time Spent fordelt på medier, US.

Estimerer viser, at der bruges ca. 117 milliarder timer på SoMe i USA.
TikTok har skabt et nyt forbrug, der ikke er taget fra FB og IG.



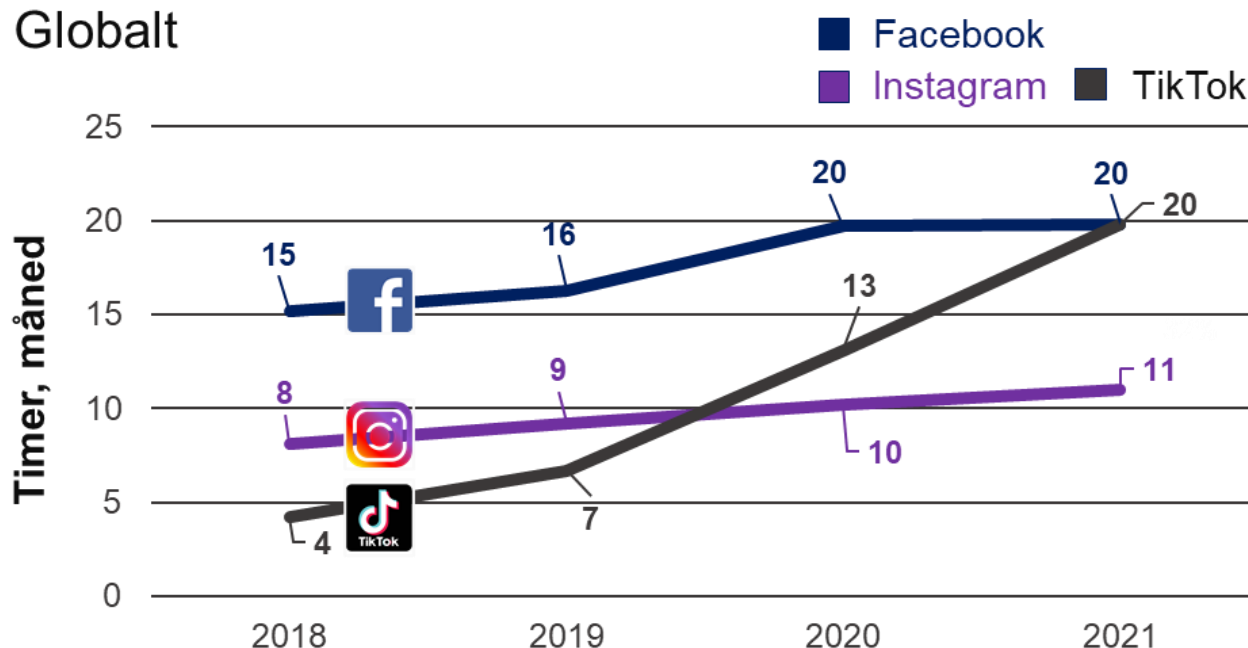
Kilder: Sensor Tower, Morgan Stanley Research

Figur 9: Time Spent fordelt på medier, US.

Ud fra figur 9 ovenfor kan vi se, at Facebook, Instagram og TikTok alle har haft en imponerende vækst i time spent i det vigtigste marked, USA. I figur 10 nedenfor kan vi yderligere konstatere, at TikTok med stor succes har indhentet Facebook, målt på antal timer den gennemsnitlige bruger er på platformene hver måned.

Gennemsnitligt månedligt brug i timer pr. bruger

Globalt



Kilder: data.ai

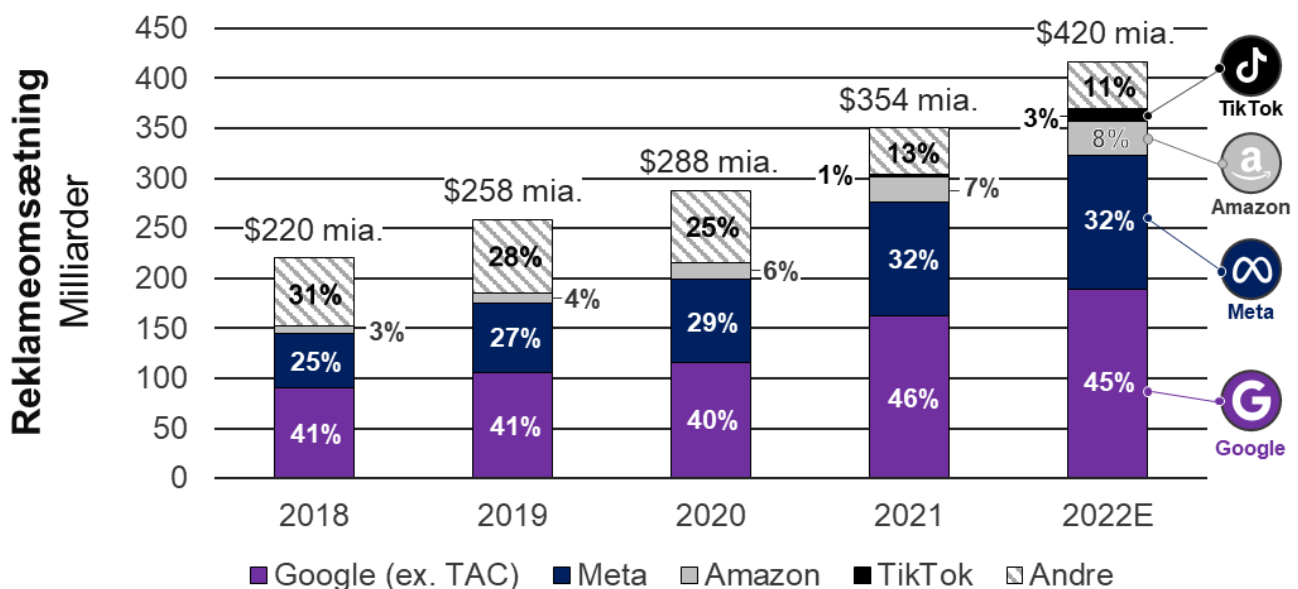
Figur 10: Gennemsnitligt månedligt forbrug i timer pr. aktive bruger.

Vores hovedpointe med al denne data er at understrege, at Metas platforme, i form af Facebook og Instagram, stadig vokser ift. til de to parametre, der skaber potentiel omsætning: **Antal brugere** og **time spent**.

Læg dertil, at annoncører foretrækker Facebook og Instagram, da de har den mest veludviklede reklamemaskine, når der kommer til direct response, også efter ATT. Det afspejler sig også i Metas andel af omsætningen i markedet for digitale reklamer jf. den allersidste figur nedenfor.

Global digital reklameomsætning (ex Kina)

De største aktører vinder markedsandelene



*Google ex. TAC: Google's reklameomsætning fratrukket *Traffic Acquisition Costs*

Kilder: eMarketer, Bernstein

Figur 11: Global digital reklameomsætning (ex Kina)

Konklusion

Det negative narrativ, der har kørt i pressen om Meta har været voldsomt og selvforstærkende.

Der hersker ingen tvivl om, at der er et "moat attack" i gang. Men det er ikke noget nyt. Information omkring TikToks voldsomme brugervækst og ATT's indflydelse har været kendt i et godt stykke tid. I det seneste kald blev der dog sat tal på omkostningen ved ATT, hvilket

rystede investorerne. Meta gjorde det samtidigt soleklart, at de ville investere sig ud af udfordringerne, som de har gjort så mange gange før.

Det medfører kortsigtet smerte i form af faldende indtjening, men resultatet bliver forhåbentlig langsigtet robusthed. Det skaber yderligere usikkerhed, at investeringerne foretages på et tidspunkt, hvor Meta er i gang med at opbygge et helt nyt forretningsområde, Metaverset, der også kræver signifikante investeringer.

Det er svære beslutninger at træffe for et ledelsesteam, specielt i et aktiemiljø, der gennemsyres af frygt. Meta kunne have udskudt deres strategiske respons til TikTok, indtil ATT havde arbejdet sig gennem deres reklamesystem, men de valgte at lave et signifikant og omsætningsdrænende strategiskifte til Reels, hvilket understreger, at Meta ledes af en stifter, der altid prioriterer Metas langsigtede holdbarhed mere end noget andet. En prioritering vi som investorer er meget enige i.

Der er selvfølgelig en risiko for, at vi tager fejl i vores analyse. At TikTok viser sig at være en eksistentiel trussel for Meta, og at de ikke er i stand til at skabe tilfredsstillende ROA for deres annoncører post ATT.

Det er noget, vi kontinuerligt monitorerer. Indtil videre mener vi, at Metas voldsomme kursfald var en unik mulighed for at investere i en højkvalitets virksomhed, der ejer nogle af de mest dominerende sociale platforme i verden, som stadig vokser, besidder stærke og holdbare moats og som ledes af en af vor tids største entreprenører.