



SNOWBALL

— CAPITAL —

Kvartalsbrev
Q2 2022



Andet kvartal 2022

En af de stiftende partnere i Snowball Capital kom for nylig på arbejde i oprevet tilstand. Han syntes, at verden var ved at falde fra hinanden, og det var ikke engang økonomien, der var årsagen – det plejer det som regel at være. Han havde aftenen forinden set en Netflix dokumentar om kristen ekstremisme i USA og var nu overbevist om, at kristendommen, og en ekstrem dyrkelse af denne, var på fremmarch i USA. Dokumentaren efterlod ingen tvivl om dette.

Hos Snowball Capital gør vi en dyd ud af at forholde os til fakta og ikke lade os forføre af en let og tiltalende fortælling, så vi lavede nogle hurtige google søgninger for at finde ud af, om kristendommen, og en ekstrem dyrkelse af denne, rent faktisk var i vækst. Resultaterne var meget klare.

Det var den ikke. Faktisk viser al statistik, vi fandt, at kristendommen var på retræte i USA. Andelen af voksne amerikanere, der betragter religion som værende meget vigtigt i deres liv, er gået fra 56% i 2007 til 41% i 2021. Andelen af amerikanere, der beder dagligt, er tilmed faldet fra 58% til 45% i samme periode¹.

Dokumentarens hovedbudskab var dermed i direkte kontrast til fakta.

På nuværende tidspunkt kan vi godt forstå, hvis du som læser af dette brev, klør dig i hovedbunden og tænker, hvad ekstrem kristendom har med investering at gøre?

Svaret er, at man skal starte alle historier med at have styr på fakta og ligesom med dokumentaren, er det vigtigt **ikke** at lade sig forføre af negative historier om verden, uanset hvor intuitive og besnærende, de er. Dette gælder specielt om økonomiens tilstand i øjeblikket.

Den anerkendte sundhedsforsker og læge, Hans Rosling, har en gang udtalt *"there's no room for facts when our minds are occupied by fear"*.

¹ [Pew Research Center, 2021 December](#)

Hans Rosling er en mand, vi i Snowball, har stor respekt for. Frem til hans død i 2017 kæmpede han ukueligt for at give plads til sandheden om særligt tilstanden i udviklingslandene, der ifølge en imponerende mængde af data, har det langt bedre end deres rygte. Læs hans fantastiske værk, Factfulness, og du vil med garanti blive mere optimistisk på verdens tilstand.

I Snowball sidder vi med en fornemmelse af, at fortællingen om vores økonomi i dag er overdyngnet med frygt. Medierne bringer den ene negative historie om økonomiens tilstand efter den anden. Alle taler om inflation, rentestigninger og aktiemarkedskollaps. Følelserne sidder uden på tøjet, og investeringslysten er yderst begrænset i sådan et frygtsomt miljø. Vi forstår udmærket alle disse mekanismer, og indimellem minder vi også os selv om ikke at falde i og hyle med i koret.

I temaet for dette kvartalsbrev vil vi forsøge at *"gøre plads til fakta"*, jf. ovenstående Hans Rosling citat. Vi vil se på en del af aktiemarkedet, der har været ekstraordinært hårdt ramt – virksomheder indenfor digital forbrugerteknologi – og argumentere for, at der kan være rigtig gode investeringsmuligheder her nu. Det indikerer data i hvert fald. Dernæst vil vi dykke ned i en af vores investeringer, den britiske boligportal Rightmove, der i øvrigt indgår i vores digitale forbrugerteknologiindeks.

Vi er meget bevidste om, at mange af vores investorer gennemgår en svær tid lige nu, og der er sandsynligvis ikke mange lyspunkter i porteføljen i øjeblikket. Vi oplever heldigvis også, at langt de fleste af vores investorer har de lange briller på og forstår, at Snowballs vision er at skabe værdi på den lange bane ved at følge en velovervejet og disciplineret investeringsstrategi. Også når det er svært.

Faktisk betragter vi denne indstilling blandt vores investorer som værende Snowball Capitals måske allervigtigste konkurrencemæssige fordel.

Tak for jeres opbakning.

Med venlig hilsen

Alexander Munk, Henrik Sparup og Victor Berg

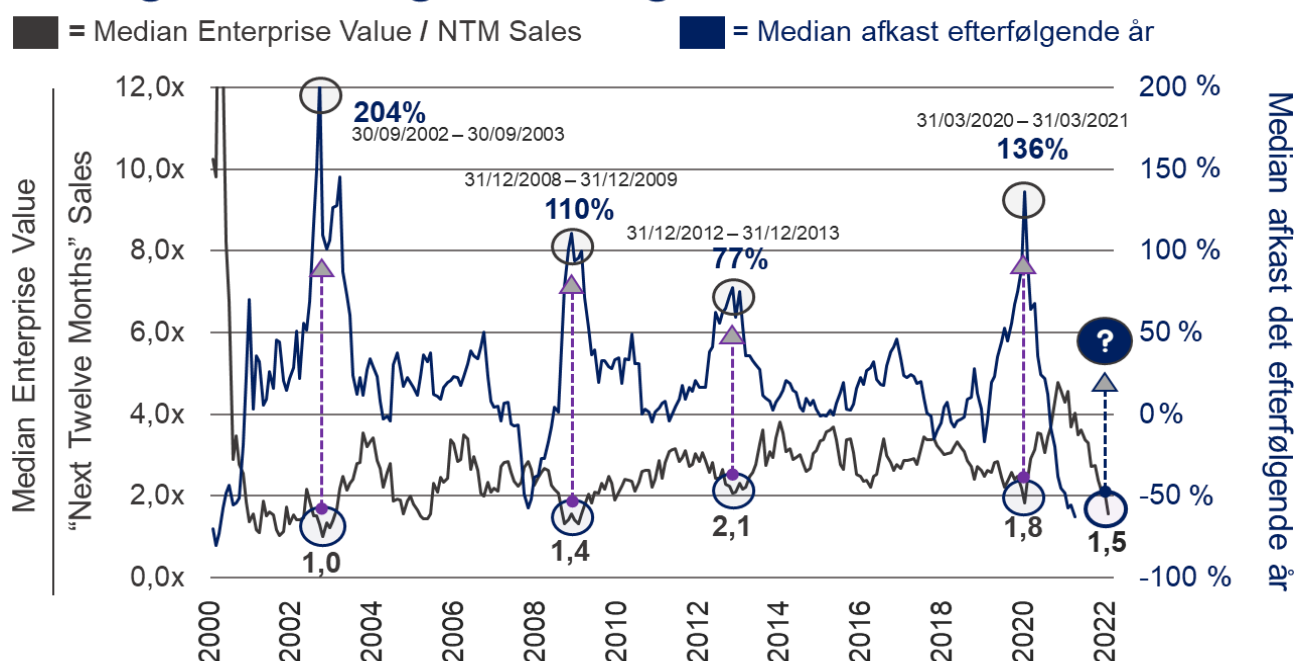
Modgang og muligheder

Det er på ingen måde let at investere nu. Det føles meget forkert, når der er så meget usikkerhed. Det gjorde det også efter IT-boblen sprang i 1999, under finanskrisen i 2008 og under Corona i 2020. Pessimisterne dominerede i disse tider, og de lød næsten altid klogere og mere plausible end optimisterne. Det gør de også i dag.

Hvis du i disse dage siger, at vi kommer til at have en kæmpe recession, så hører folk virkelig efter. Hvis du siger, at vi kommer til at have en 1929 agtig recession, så kommer du muligvis på TV. Hvis du omvendt siger, at gode tider går os i møde, at aktiemarkedet nok skal komme igen, og en virksomhed virkelig har potentiale, så er reaktionen ofte, at du enten er en salgsmand eller slet ikke har nogen som helst sans for risiko. Dette er til trods for, at aktiemarkedet har leveret et positivt afkast i 95% af alle 10-årige perioder² siden 1926.

Vi tør godt være optimistiske i Snowball. Vi mener, at det er et godt tidspunkt at investere på. Men vi anerkender også, at det er svært. I nedenstående figur har vi set på en del af aktiemarkedet, som virkelig har været spændt hårdt for det sidste stykke tid – virksomheder indenfor digital forbrugertechnologi.

Det digitale forbrugertechnologiindeks



Kilde: Data fra Factset, Kinesic Capital

Figur 1: Det digitale forbrugertechnologiindeks

² S&P500, total afkast (1926-2022)

Det digitale forbrugerteknologiindeks består af +150 virksomheder indenfor e-commerce, digitale reklamer og online markedspladser. Virksomheder som Amazon, Alphabet og Meta er bl.a. inkluderet.

Vi ved godt, at figuren er rimelig omfattende, så lad os starte med at forklare akserne. Den venstre akse viser indeksets median Enterprise Value (EV)³ / Sales. Det er en værdiansættelsesratio/multipel. Desto lavere den er, desto "billigere" kan indekset købes. Den højre akse viser median afkastet de efterfølgende 12 måneder.

Omkring slutningen af 2002, under IT-boblens tømmermænd, handlede dette indeks til en EV/Sales på ca. 1,0x, hvilket er den laveste multiple i hele den 22-årige periode. Hvis du som investor havde investeret i indekset her, så havde dit medianafkast de efterfølgende 12 måneder været ca. 204%. Ikke dårligt. Hvis du havde investeret i indekset den 31/03/2020, da usikkerheden omkring Corona var størst, og holdt det i et år, så havde dit medianafkast været ca. 136%.

Årsagen til at vi finder figur 1 utrolig interessant er, at dette indeks i øjeblikket handler til en EV/sales multipel på ca. 1,5x – det "billigste" niveau siden finanskrisen. Hvis vi ser, hvad det historiske medianafkast de efterfølgende 12 måneder har været, når indekset har været så "billigt", er det særdeles opmuntrende.

Men som Mark Twain engang har udtalt; *"history doesn't repeat itself, but it often rhymes"*.

Vi vil nemlig komme med en lille disclamier ift. figuren. For i en verden, hvor innovation og udvikling er drivkraften, skal man altid være varsom med udelukkende at lade historisk data diktere ens investeringsbeslutninger.

Vi kunne aldrig finde på at købe dette indeks. Det skal udelukkende bruges som en indikator, der skal pege os i retning af monopollignende højkvalitetsvirksomheder, der handler til en yderst fornuftig pris.

En af disse virksomheder vil vi se nærmere på i næste afsnit.

³ Enterprise Value = Markedsværdi fratrukket nettogæld

Rightmove



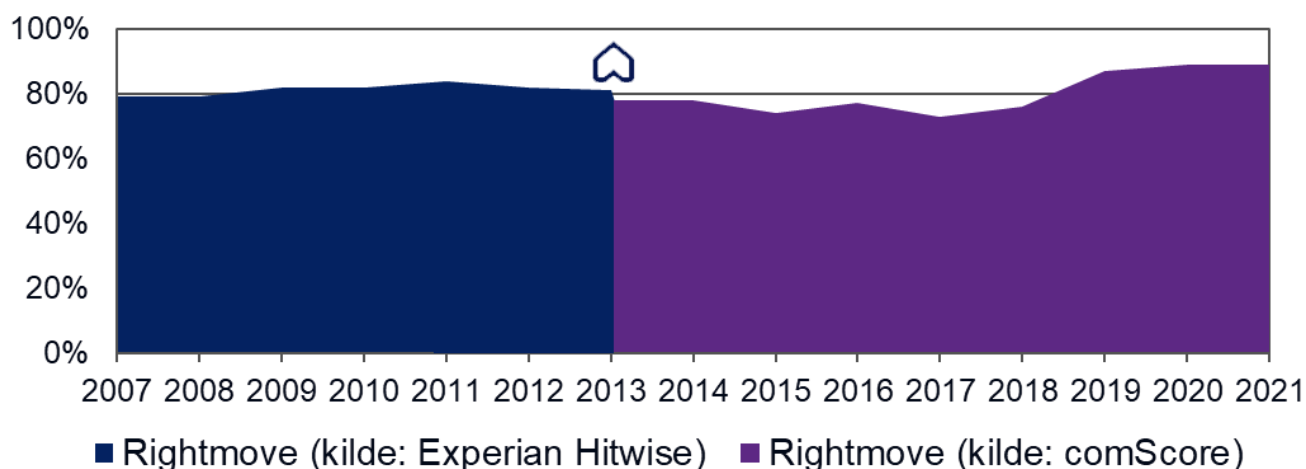
Du kan muligvis huske de bolig-, brugtbils- og jobannoncer, som aviserne engang tog sig godt betalt for at trykke. Meget har ændret sig siden dengang. I dag foregår disse annonceringer primært online på specialiserede annoncehjemmesider, der giver ejendomsmægleren, brugtvognsforhandleren eller virksomheden mulighed for at lægge deres annonce op mod betaling. De specialiserede annoncehjemmesider går under den brede betegnelse **"online classifieds"**, og når denne type af virksomheder har fået ordentlig fat i den lokale befolkning, så er de nogle af de mest profitable og dominerende virksomheder, vi nogensinde har studeret i Snowball Capital.

Rightmove, den engelske pendant til boligsiden.dk, er et pragteksempel på dette. Rightmove er Storbritanniens (UKs) største boligplatform, og virksomheden er blevet selve indbegrebet af online boligsøgning.

I mere end 20 år er den britiske befolkning blevet opfostret med, at boligsøgninger skal foregå på [Rightmove.co.uk](https://www.rightmove.co.uk). Brandet har en unik 'top of mind' position, der har medført, at når den britiske befolkning søger efter boliger online, så bruger de **90%** af deres tid på Rightmoves platform. Denne imponerende markedsandel har været rimelig stabil siden 2007 jf. figur 2 nedenfor. 'Top of mind' positionen er også medvirkende til, at 84% af alle besøg på Rightmove er organiske, hvilket betyder, at der ikke skal betales en "told" til Google. Trafikken er med andre ord gratis.

Rightmoves markedsandele, 'Time Spent'

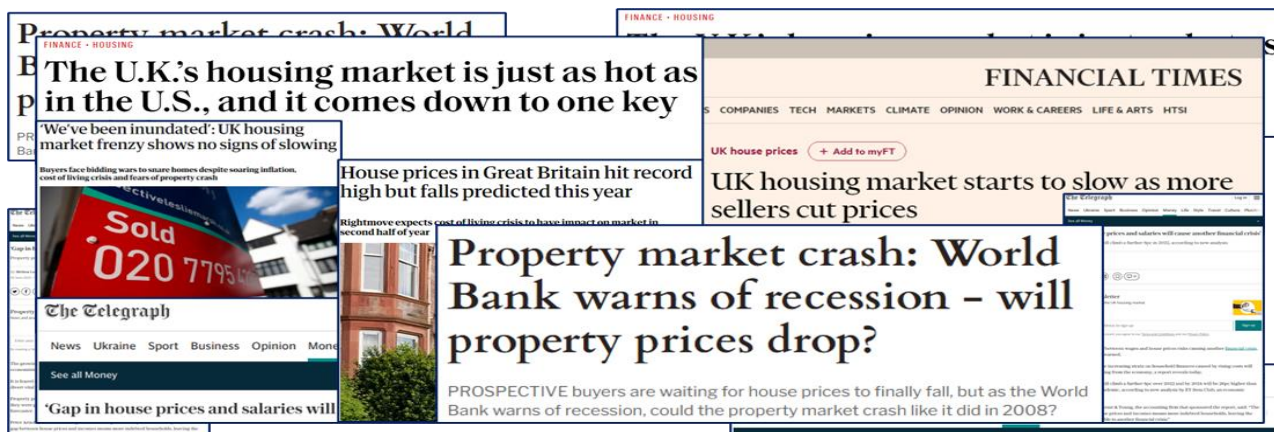
UK 2007 - 2021



Figur 2: Rightmoves markedsandele opgjort efter 'time spent'

Rightmove er så dominerende, at det er tæt på uansvarligt, hvis ejendomsmægleren ikke markedsfører deres boliger på platformen. De er i hvert fald ikke kompetitive, hvis de ikke gør.

Ligesom mange af de andre virksomheder i vores digitale forbrugerteknologiindeks har Rightmove oplevet modvind i 2022. Følger man med i nyhederne, så ser fremtiden meget dystert ud for det britiske boligmarked. Se bare overskrifterne nedenfor.



Figur 3: Nyhedsartikler, UK's boligmarked.

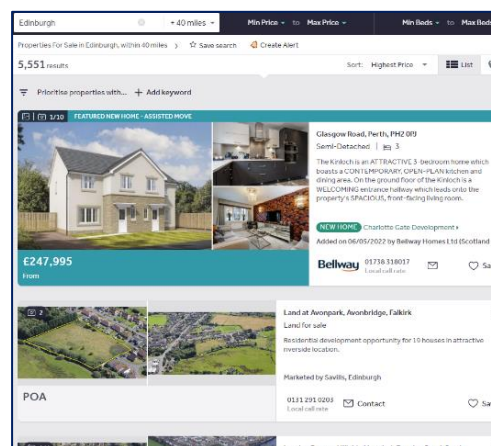
Et oplagt spørgsmål at stille sig selv i denne sammenhæng er, om Rightmove skal med i "faldet"?

Det vil vi forsøge at svare på. Men inden vi giver vores svar, vil vi introducere Rightmoves forretningsmodel, virksomhedens holdbare konkurrencemæssige fordele og deres konkurrencesituation. Vi kan dog allerede nu afsløre, at vi er trygge ved at være medejere af Rightmove, også i et potentielt udfordret britisk boligmarked.

Ejendomsmæglerens vigtigste markedsføringsredskab

Rightmove giver ejendomsmæglere mulighed for at markedsføre deres boliginventar på platformen via tre forskellige abonnementsløsninger. Det billigste abonnement dækker de mest basale behov, mens de dyreste låser op for en række andre værdiskabende markedsføringsværktøjer.

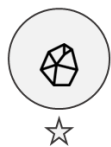
Abonnementet kan således skræddersyes efter den enkelte ejendomsmæglerens lokale behov.



Rightmove tilbyder også en række 'a la carte' løsninger, der kan tilkøbes. Her kan ejendomsmæglerne fx optimere deres annoncer efter specifikke søgeord på Rightmove.

Rightmoves abonnementsløsninger

Essential



Adgang til platformen

Enhanced



Forbedrer din markedsføring

Optimiser 2020



Maksimal eksponering og branding

Figur 4: Rightmoves abonnementsløsninger.

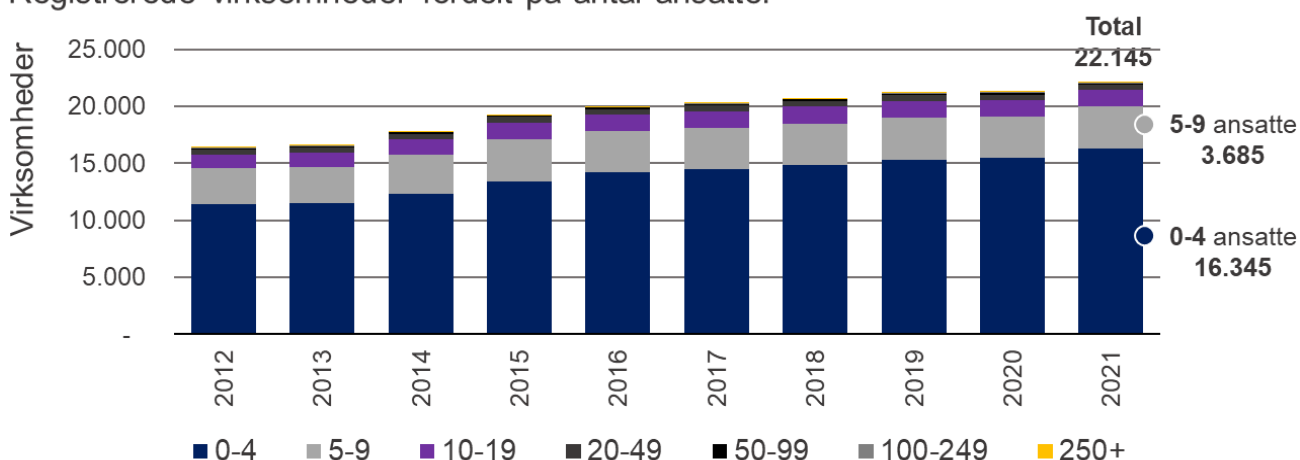
Rightmove hjælper dog ikke kun ejendomsmæglerne med at sælge de boliger, de allerede har fået til salg. De har også udviklet løsninger, der hjælper ejendomsmægleren med at få nye boliger til salg.

År efter år har vi været vidne til et stigende antal potentielle boligsælgere, der spørger Rightmove til råds om deres boligs værdi, hvorefter Rightmove foreslår nogle ejendomsmæglere i lokalområdet ('local valuation alert'). Denne liste er meget attraktiv at være på for ejendomsmægleren, da det er en yderst effektiv og omkostningsefficient måde at få nye boliger til salg.

I vores optik har Rightmove demokratiseret adgangen til både boligkøbere og boligsælgere og supporteret en opblomstring af ejendomsmæglere i UK. Ejendomsmæglerbranchen har altid været meget fragmenteret i UK, men Rightmove har gjort det nemmere at starte sin egen ejendomsmæglervirksomhed og skalere den.

Udvikling i antallet af ejendomsmæglere i UK, 2012 – 2021

Registrerede virksomheder fordelt på antal ansatte.



Kilde: Office for National Statistics (ONS)

Figur 5: Udvikling i antallet af ejendomsmæglere, 2012-2021.

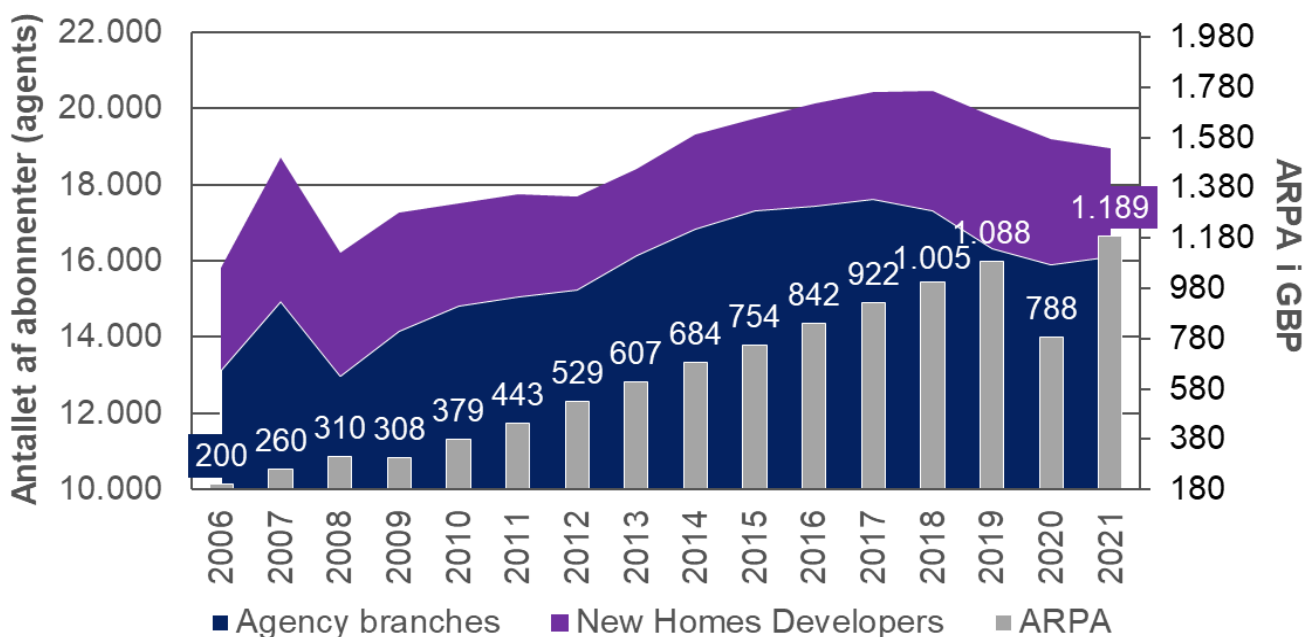
I figur 5 har vi vist udviklingen i antallet af ejendomsmæglere siden 2012. I 2021 var der ca. 22.145. Jo flere der er, jo flere potentielle kunder har Rightmove.

Rightmove har to primære vækstdrivere, altså faktorer, der driver Rightmoves omsætningsvækst. Den ene vækstdriver er antallet af ejendomsmæglere, der abonnerer på Rightmoves platform. Den anden er ARPA (Average Revenue Per Agency⁴), hvilket er det beløb den enkelte ejendomsmægler i gennemsnit betaler for abonnementet. ARPA er drevet af abonnementsopgraderinger og generelle prisstigninger.

Udviklingen i **ARPA** og **antal abonnenter** siden 2006 er vist i figur 6 nedenfor. Læg mærke til at Rightmove opdeler ejendomsmæglerne i "Agency", som er ejendomsmæglere, der primært sælger eksisterende boliger og "New homes", som er ejendomsmæglere, der primært sælger nyopførte boliger.

Rightmoves abonnenter og ARPA

Agency Branches, New Home Developers og ARPA



Kilde: Rightmove

Figur 6: Rightmoves abonnenter og ARPA.

Ud fra figur 6 kan vi udlede, at stort set alle ejendomsmæglere i UK abonnerer på Rightmove, hvorfor vi må forvente, at det nok ikke er denne vækstdriver, der kommer til at

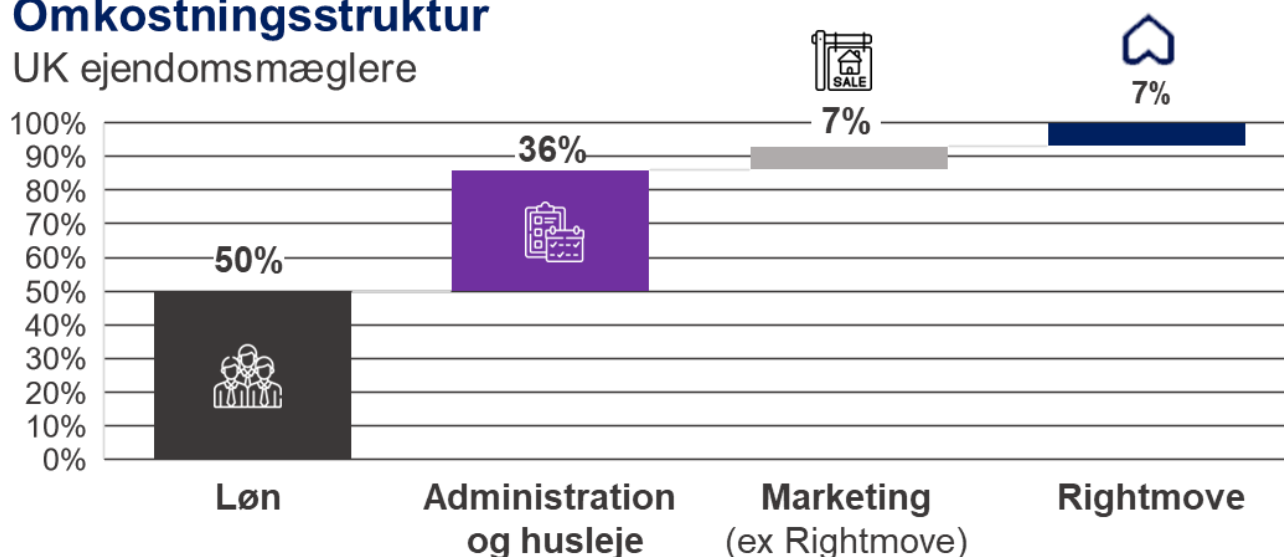
⁴ Gennemsnitlig omsætning per ejendomsmægler.

bidrage signifikant til Rightmoves fremtidige omsætningsvækst. Sådan er det, når man allerede har penetreret det meste af sit marked. Det er derfor udviklingen i ARPA, der bliver afgørende.

Siden 2006 er ARPA steget med hele 595% fra £200 til £1.189, yderst imponerende, og et klart signal om Rightmoves pricing power. Men der hersker samtidigt den opfattelse, at Rightmove nærmer sig grænsen for, hvad de kan opkræve af den 'hårdt pressede' ejendomsmægler. £1.189⁵ om måneden kan uden tvivl virke som meget. Men ifølge vores estimer, så udgør Rightmove kun ~7% af ejendomsmæglerens samlede omkostninger.

Omkostningsstruktur

UK ejendomsmæglere



Figur 7: Estimat af ejendomsmæglerens omkostningsstruktur.

Vi synes, at ~7% er lavt. Specielt når vi ved, hvor meget værdi Rightmove skaber for ejendomsmægleren. De faciliterer størstedelen af boligsalgene gennem deres dominerende platform, og de er blevet en afgørende kilde ift. at skaffe nye kunder til ejendomsmægleren. Læg dertil at Rightmove også supportere ejendomsmægleren med rapporter om markedsandelsudviklingen i deres lokalområder og generelle tendenser på det britiske boligmarked. Rapporter der ifølge ejendomsmæglerne selv er nødvendige for at drive deres forretning.

Vi tror, at Rightmove gradvist kommer til at overtage en større del af ejendomsmæglerens omkostninger. Det gør de, fordi de bliver ved med at innovere med henblik på at gøre ejendomsmægleren mere digital og produktiv. Et eksempel på dette er fx implementeringen

⁵ DKK 10.000 (ca.)

af en bookingplatform i 2020, der gør det meget enkelt for den boligsøgende at booke en fremvisning direkte på Rightmove uden at tage kontakt til ejendomsmægleren. Samtlige af Rightmoves innovationer har til formål at mindske ejendomsmæglerens operationelle omkostninger, så der kan kanaliseres mere over i værdiskabende erhvervelse af nye kunder og markedsføring.

Holdbare konkurrencemæssige fordele



De fleste af de virksomheder, vi investerer i, har ikke bare én, men flere holdbare konkurrencemæssige fordele ("moats"), der spiller sammen og kontinuerligt øger distancen til konkurrenterne. Rightmove er ingen undtagelse. Vi har listet Rightmoves moats nedenfor.



Netværkseffekter

Rightmove er begunstiget af tosidede netværkseffekter. Når først en virksomhed har opnået en kritisk masse på hhv. udbuds- og efterspørgselssiden af markedspladsen, så ender virksomheden ofte med at blive et de facto monopol.



Figur 8: Rightmoves tosidede netværkseffekter

Rightmove er et skoleeksempel på tosidede netværkseffekter. Jo flere minutter indbyggerne i UK bruger på Rightmove (pt. 18,3 mia. minutter om måneden), desto mere attraktivt er det at annoncere for ejendomsmæglerne.

En meget interessant pointe er, at udbuddet af boliger på de konkurrerende platforme næsten er identisk med Rightmoves, hvilket understreger, at det er Rightmoves unikke position blandt de mange millioner indbyggere i UK, der skaber værdien.



Stordriftsfordele

Rightmove foretager mange investeringer, hvis formål er at forbedre ejendomsmæglerenes produktivitet, så Rightmoves andel af deres samlede budget kan vokse. Rightmove kan sprede sine investeringer ud over en omsætning, der er ca. 5-6 gange større end deres nærmeste konkurrent. Det giver Rightmove en markant lavere enhedsomkostning pr. ejendomsmægler for den pågældende investering relativt til konkurrenterne.



Brand

Siden Rightmove blev stiftet, har virksomheden opbygget et unikt brand, der har rodfastet sig så dybt i UK-borgernes bevidsthed, at det næsten altid er på Rightmove, at de starter deres boligsøgning. Forbrugeren har intet incitament til at skifte, og så længe Rightmove er i stand til at fastholde sin dominerende "time spent"-position, så vil ejendomsmæglerne blive ved med at annoncere alle deres boliger her.



Unik ressource

Rightmoves unikke position i det britiske boligmarkeds økosystem giver dem proprietær realtidsdata på alle ejendoms-/udlejningstransaktioner, der ikke kan kopieres. Det kontinuerlige inflow af data kan de dele med ejendomsmæglerne, der anser det for ekstrem værdifuld information. Det giver dem mulighed for at prissætte boliger mere efficient og samtidig bedre forstå boligmarketsdynamikkerne i deres lokalområde.

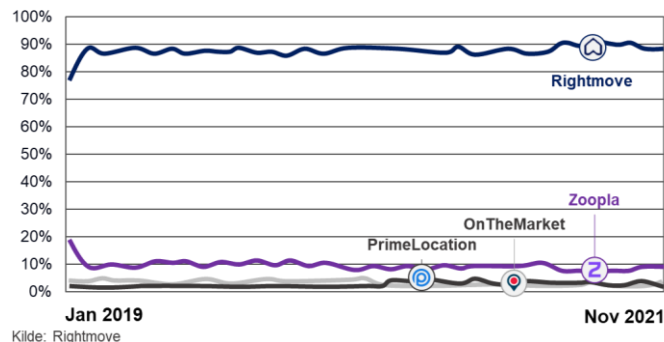
Konkurrenter

Selvom Rightmove dominerer markedet, så findes der flere konkurrerende boligplatforme i UK. De største er Zoopla og OnTheMarket. Mange ejendomsmæglere vælger at abonnere på flere boligplatforme simultant.

Det skyldes to årsager. Først og fremmest er ejendomsmæglerne godt klar over, at det vil være bedst for dem at undgå total afhængighed af Rightmove. Det giver dem et incitament til at 'støtte' andre inferior platforme, som de så kan bruge i forhandlinger med Rightmove. Dernæst er de andre platforme optisk "billige" ud fra en ARPA-betragtning. Forskellen har vi bl.a. fremhævet i figur 9, der sammenligner de tre boligplatformes nøgletal.

Rightmove dominerer markedet

Markedsandele målt i 'time spent' blandt top 4 platforme, UK



Sammenligning af top 3 platforme

Klasseforskellen er stor

Oversigt UK 2021 ¹

	 Rightmove	 Zoopla ¹	 OnTheMarket
Selskabsstiftelse:	2000	2008	2015
Markedsandel (time spent):	~90%	~5-8%	~1-5%
2021 salg (£mio.):	£305	£40	£23
Besøgende p.a. (mio.):	2.500	N/A	267
Ejendomsmæglere:	18.969	~19.000	~10.645
ARPA:	£1.189	£300-500	£142

¹ Zoopla data fra 2019.

Figur 9: Rightmoves markedsdominans.

Vi kan godt forstå, at ejendomsmæglerne gerne vil have flere valgmuligheder. Men ud fra figur 9 må vi blot konstatere, at det ser ud til, at løbet er kørt. Rightmoves markedsandelsdominans sikrer, at der er 5-6x flere besøgende på deres boligplatform. Det betyder, at sandsynligheden for et salg på Rightmoves boligplatform er markant højere end hos konkurrenterne. Det betyder yderligere, at når den dyrere ARPA sættes op imod antallet af succesfulde konverteringer/salg, så vurderer vi, at Rightmove er relativt billigere end konkurrenterne.

Moat attack

Et vigtigt punkt i vores analysearbejde er altid at undersøge, om virksomheden har været udsat for et "moat attack". Det er et angreb ført an af en ny aktør på markedet, der udfordrer den dominerende virksomheds markedsposition. Hvis angrebet slår fejl, så har vi et af de mest værdifulde signaler om holdbarheden af virksomhedens konkurrencemæssige fordele.

I 2008 blev Rightmove udsat for sit første moat attack, da Zoopla blev stiftet. Zoopla har i en lang periode forsøgt at kapre markedsandele via prisdiscounts og dyre markedsføringskampagner, men uden succes. Deres indhug i Rightmoves dominerende "time-spent" position har været marginal.

I 2015 stiftede en række førerende ejendomsmæglere boligplatformen OnTheMarket. Men her fulgte de boligsøgende heller ikke med. Siden 2015 har OnTheMarket gennemsnitligt tabt £6,3mio. om året. At observere et fejlslagent angreb, ført an af ejendomsmæglerne selv, gør os meget komfortable ift. holdbarheden af Rightmoves dominerende markedsposition.

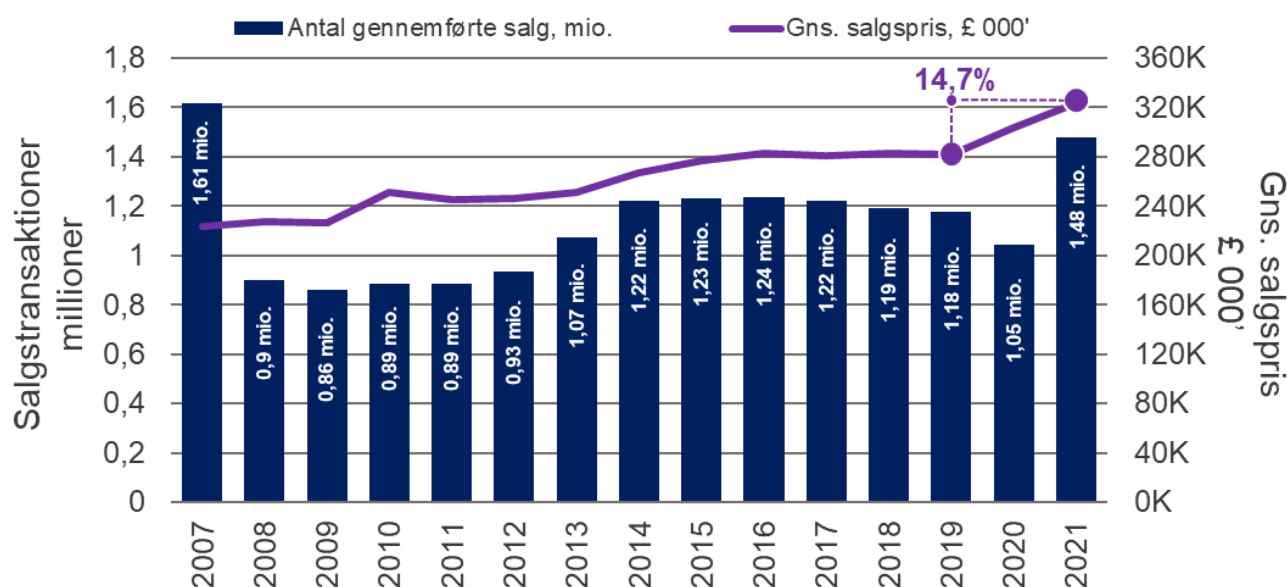
"The Great Deceleration"

Meget indikerer, at der snart bliver trykket lidt på aktivitetsbremsen ift. boligmarkedet. Inflationen stiger, og centralbanker verden over har, efter en smule tøven, været nødsaget til at anvende sit eneste reelle våben mod inflation: rentestigninger. Her er Storbritannien naturligvis ingen undtagelse, og vi må forvente, at det kommer til at have negativ indvirkning på boligmarkedet.

Ejendomsmæglerne har længe været begunstiget af stigende boligpriser og et højt antal af transaktioner, foranlediget af de lave renter. Det har bidraget positivt til deres kommission⁶.

Transaktioner og boligpriser, UK

Boligmarkedet har haft medvind det seneste årti



Kilder: Transaktioner: Rightmove | Salgspris: HMLR, GOV.UK

Figur 10: UK Transaktioner og gennemsnitlig salgspris

Som vi kan se i figur 10, så var 2021 et rigtig godt år⁷. Hvis vi for enkeltheds skyld siger, at den gns. kommission lå på 1,25%, så omsatte ejendomsmæglerne i 2021 for ca. £6 mia.⁸, hvilket er mere end dobbelt så meget som i 2008 (ca. £2.6 mia.). En nedkøling af boligmarkedet sfa. højere renter vil højst sandsynligt medføre lavere salgspriser samt et fald i antallet af transaktioner, hvilket vil føre til en normalisering af ejendomsmæglernes

⁶ UK: Typisk kommission på 1-2%.

⁷ Under Corona blev der indført en "stamp duty holiday" – en lavere skat på boligtransaktioner af en vis størrelse. Dette har også haft en positiv indflydelse på aktiviteten i det britiske boligmarked.

⁸ Antal transaktioner x Gns. salgspris x Kommission.

kommisionspool. Her er det dog vigtigt at understrege, at Rightmove har en abonnementsbaseret forretningsmodel. Det betyder, at Rightmove er bedre rustet til at absorbere det stød, der muligvis kommer fra lavere salgspriser og færre transaktioner. Det er først når ejendomsmæglere begynder at forlade markedet, at Rightmove for alvor bliver berørt.

I denne sammenhæng er det vigtigt at huske på, at ejendomsmæglerformationen, efter Corona, har været ret langsom. Det betyder, at de ejendomsmæglere, der er aktive i dag, over en bred kam, er bedre polstret i et økonomisk perspektiv og derfor bedre i stand til at modstå en potentiel nedkøling. Dette taler for, at antallet af ejendomsmæglere, der går konkurs, muligvis vil være begrænset.

Konklusion

Så for at svare på vores indledende spørgsmål: *"om Rightmove skal med i faldet"*, så hersker der ingen tvivl om, at såfremt det britiske boligmarked køler lidt af, så vil det have en effekt på Rightmoves forretning, fordi antallet af ejendomsmæglere muligvis vil falde.

Men effekten vil i vores optik ikke kun være negativ. Det britiske boligmarked har siden Corona været glohedt. Efterspørgslen har simpelthen været markant højere end udbuddet. Det har resulteret i, at boligerne er blevet solgt hurtigt, uden de store behov for ekstra markedsføring.

Specielt indenfor salg af nyopførte boliger har dette været tydeligt. Denne gruppe af ejendomsmæglere har mindsket deres markedsføringsforbrug, fordi boligerne er blevet solgt utrolig hurtigt, inden de overhovedet er blevet bygget.

Pointen er, at en normalisering af boligmarkedet muligvis ikke kun vil påvirke Rightmove negativt, fordi der skal bruges mere på markedsføring, når boligerne skal sælges. Det vil potentielt føre til flere abonnementsopgraderinger og køb af ekstra markedsføringsydelser.

Men som vi jo nok alle sammen ved, så er det sjældent vi er vidne til en gradvis normalisering. Ligesom med mange andre aktiver, her tænker vi primært på aktier, så sker reverseringsprocessen ofte med en vis kraft, der kan resultere i en "overshooting" af normaliseringspunktet.

Selvom dette muligvis kommer til at ramme boligmarkedet i UK, er vi stadig meget trygge ved at være medejere af Rightmove. Vi mener, at Rightmove er det sidste sted ejendomsmæglerne vil skære, fordi det er livsnerven i deres forretning.

Intels co-founder Andy Grove har engang udtalt at *"bad companies are destroyed by crises, good companies survive them, great companies are improved by them"*. Rightmove opfylder vores definition på 'a great company' og vi er overbeviste om, at de nok skal komme styrket ud af en nedkøling på det britiske boligmarked.

På lidt længere sigt er det vores forventning, at Rightmove kommer til at vokse deres andel af ejendomsmæglernes driftsomkostninger. I dag bruger ejendomsmægleren omkring 12% på markedsføring, hvoraf ca. 75% går til digital markedsføring, hvilket primært er Rightmove. Vi forventer, at marketingsforbruget kommer til at stige til over 20% i takt med at administrative opgaver løses mere efficient vha. digitalisering, samtidig med at ejendomsmæglerne bliver mindre afhængige af deres fysiske fodaftryk i form af butikker. Alt dette åbner op for mere plads til salgsgenerende marketing, som Rightmove vil blive ved med at dominere pga. de holdbare konkurrencemæssige fordele virksomheden har opbygget igennem de sidste 20 år.

Rightmoves voksende omsætning, der genereres ud fra en gradvis kanalisering af flere ressourcer fra ejendomsmæglerne over mod Rightmove, vil være yderst profitabel⁹, og forekomme uden noget signifikant pres fra konkurrenterne.

Det er nøjagtig det, vi leder efter i Snowball Capital: En virksomhed, der er i stand til at levere moderat, profitabel og holdbar vækst i en lang årrække. Det mener vi, at aktiemarkedet har utrolig svært ved at indregne korrekt, og det er også årsagen til, at vi mener, Rightmove er en attraktiv investering lige nu.

⁹ I dag har Rightmove en EBIT-margin på ca. 75%.