



31/03/2025

Cari soci,

Ci piacerebbe potervi aggiornare ogni trimestre con solo buone notizie, ma, come vi abbiamo già ricordato più volte nelle nostre lettere passate, sappiamo bene che non è realistico. Il mercato attraversa fasi difficili, a volte si comporta in modo imprevedibile, quasi come un bambino capriccioso in cerca di attenzioni. In quei momenti, la nostra responsabilità è restare coerenti con i nostri principi, evitando di lasciarci trascinare nel suo gioco emotivo. Ogni fase di volatilità o incertezza rappresenta per noi un'occasione preziosa, da cogliere con lucidità e convinzione, per selezionare società di qualità sempre più elevata e innalzare progressivamente il livello complessivo del nostro portafoglio. Ciò che conta davvero, e che ci permette di mantenere la giusta prospettiva, è sapere che nel lungo periodo il mercato finirà per riflettere il valore intrinseco delle nostre partecipazioni. E, con il tempo, anche i prezzi si riallineeranno ai fondamentali dei business che abbiamo scelto con cura.

Andamento del portafoglio

PRIMI SOCI		
PERIODO	MSCI WORLD INDEX*	EOS CAPITAL**
05/2022 – 12/2022	-7,0%	-4,0%
2023	+20,4%	+40,3%
2024	+27,3%	+36,4%
2025	-6,0%	-9,8%
Dalla fondazione	+34,4%	+65,7%
Rendimento annualizzato	+10,6%	+18,9%

**Le performance sono calcolate in euro e sono al netto dei costi già pagati*

***La performance di Eos è una stima calcolata da noi*

NUOVI SOCI (I° AUMENTO DI CAPITALE)		
PERIODO	MSCI WORLD INDEX*	EOS CAPITAL **
07/2024 – 12/2024	+9,9%	+9,0%
2025	-6,0%	-9,8%
Dal I° Aumento di Capitale	+3,6%	-1,7%

**Le performance sono calcolate in euro e sono al netto dei costi già pagati*

***La performance di Eos è una stima calcolata da noi*

Non abbiamo intenzione di dilungarci troppo su ciò che accade nel mondo, né vogliamo scivolare in conversazioni che ipotizzano scenari globali sulla base di previsioni macroeconomiche tanto affascinanti quanto poco affidabili. Tuttavia, una cosa la vogliamo dire: sembra che ultimamente il mercato non sia l'unico soggetto egocentrico e suscettibile con cui l'umanità debba confrontarsi.

Quello che ci interessa davvero è osservare come le società di cui siamo azionisti reagiscono agli eventi e come riescono a superarli, oggi e domani. È questo che conta alla fine: la capacità di attraversare con resilienza le tempeste, senza smarrire la rotta. Un periodo di instabilità economica o politica difficilmente altera il destino delle società in cui investiamo, soprattutto quando si tratta di imprese che hanno già affrontato e superato crisi ben più complesse, come la storia insegna.

A proposito di tariffe, ci teniamo a fare una breve precisazione. Le nostre società, oltre a essere ampiamente diversificate a livello geografico in termini di ricavi, operano in larga parte in settori poco esposti a politiche tariffarie. Basti pensare ai software o ai servizi digitali, beni immateriali per definizione. Inoltre, vantano mediamente un margine lordo attorno al 70%, il che significa che producono a 30 centesimi e vendono a un euro. Questo tipo di struttura consente una grande flessibilità nel ribaltare eventuali aumenti di costo sul prezzo finale, mantenendo intatto il valore percepito dal cliente, che continua a essere nettamente superiore al prezzo pagato.

In chiusura, vorremmo lasciarvi con un suggerimento semplice ma utile: non leggete i giornali troppo spesso. Il bombardamento quotidiano di notizie, spesso confezionate per alimentare il breve termine, rischia di farci perdere l'orientamento. Raramente troverete la frase "lungo periodo" tra le righe dei titoli a effetto. Ma è proprio il lungo termine che deve guidare le nostre scelte. È lì che si costruisce davvero il valore, ed è lì che si misura la qualità delle decisioni che prendiamo oggi.

The image is a screenshot of an Instagram post from the account 'Borsa Italiana'. At the top, it says 'Borsa Italiana Sponsorizzato'. Below that, there's a green bar with the stock price '43,75' and a '+1,74%' increase. To the right is the 'BORSA ITALIANA (LDO)' logo. Underneath is a line chart showing the stock price over time, with a red square logo of Leonardo (LDO) on the right. The main text of the post reads: 'Tre mesi fa vi abbiamo consigliato di acquistare le azioni **LEONARDO** a **25,73 €**, ora il prezzo è salito a **43,75 €**. Oggi vi consigliamo un altro titolo ad alto rendimento!'. At the bottom, there is a red button with a white arrow icon and the text 'ISCRIVITI'.

Pubblicità di "Borsa Italiana" su Instagram

Se ci trovassimo tutti insieme in una stanza e dovessimo dividerci in due gruppi, uno incaricato di scegliere, guardando a distanza di 30 o 50 anni, un'azienda di successo sotto il profilo operativo e azionario, e l'altro chiamato a identificare i fattori determinanti di quel successo, accadrebbe una cosa curiosa. Il secondo gruppo, se si basasse esclusivamente su ciò che legge sui giornali o ascolta nei notiziari finanziari, parlerebbe di tassi d'interesse, rendimenti obbligazionari, guerre commerciali, intelligenza artificiale, politica monetaria e, magari, di qualche tweet presidenziale. Il primo gruppo invece, quello che ignora il rumore di fondo, si concentrerebbe su aspetti ben diversi: la qualità del prodotto, la competenza del management, l'efficienza operativa, la struttura dei costi e la sostenibilità dei vantaggi competitivi. Ed è proprio lì che si annida la verità di lungo periodo. Per questo motivo, vogliamo concludere questa sezione con un'immagine per noi significativa, ispirata da Fred Liu, gestore ed amico del fondo *Hayden Capital*, una persona da cui traiamo spesso grande ispirazione.

Annualized Rate of Return	Time (Years Invested)							
	1	5	10	15	20	30	40	50
2.5%	1.0x	1.1x	1.3x	1.4x	1.6x	2.1x	2.7x	3.4x
5.0%	1.1x	1.3x	1.6x	2.1x	2.7x	4.3x	7.0x	11.5x
7.5%	1.1x	1.4x	2.1x	3.0x	4.2x	8.8x	18.0x	37.2x
10.0%	1.1x	1.6x	2.6x	4.2x	6.7x	17.4x	45.3x	117.4x
12.5%	1.1x	1.8x	3.2x	5.9x	10.5x	34.2x	111.2x	361.1x
15.0%	1.2x	2.0x	4.0x	8.1x	16.4x	66.2x	267.9x	1,083.7x
17.5%	1.2x	2.2x	5.0x	11.2x	25.2x	126.2x	633.2x	3,176.1x
20.0%	1.2x	2.5x	6.2x	15.4x	38.3x	237.4x	1,469.8x	9,100.4x
25.0%	1.3x	3.1x	9.3x	28.4x	86.7x	807.8x	7,523.2x	70,064.9x
30.0%	1.3x	3.7x	13.8x	51.2x	190.0x	2,620.0x	36,118.9x	497,929.2x

Tabella che mostra l'effetto moltiplicativo dei rendimenti composti nel tempo

IDEXX Laboratories – Il gigante della diagnostica animale

Abbiamo deciso di vendere Apple, cogliendo l'opportunità offerta dalla volatilità per investire in una nuova società: IDEXX Laboratories. Ma prima di parlarvi brevemente di cosa fa IDEXX, ci sembra doveroso condividere alcune riflessioni su Apple.

Come sapete, raramente vendiamo una partecipazione a meno che non riteniamo di avere davanti un'opportunità migliore o che la nostra tesi originaria si sia rivelata errata. Con Apple ricadiamo nel primo caso.

Apple continua a monitorare da vicino l'evoluzione del contesto economico cinese, inclusi i nuovi incentivi fiscali introdotti a gennaio per sostenere la domanda di beni di consumo elettronici. Queste misure potrebbero aiutare le vendite nel breve periodo, ma le pressioni competitive da parte dei marchi locali restano intense. Apple sta reagendo ampliando la propria rete al dettaglio e rafforzando le collaborazioni con i fornitori locali, ma si scontra con una crescente preferenza dei consumatori per i marchi domestici e con una localizzazione sempre più spinta della filiera produttiva.

La Cina rappresenta oggi circa il 16% dei ricavi dell'azienda. Una percentuale apparentemente non critica, ma che nasconde un peso strategico ben maggiore. Non è tanto il calo delle vendite a preoccuparci, quanto la perdita di status culturale e simbolico presso i consumatori locali, che storicamente hanno sempre visto in Apple un marchio aspirazionale.

Nei mercati occidentali, Apple è sinonimo di eccellenza, ma ormai non ha più tante leve di crescita. In Cina, invece, questo posizionamento si sta erodendo. Non attribuiamo questa dinamica solo alle tensioni geopolitiche USA-Cina – che anzi, se fossero l'unico fattore, renderebbero la situazione più facilmente reversibile. I consumatori, nella maggior parte dei casi, scelgono ciò che funziona meglio. Infatti, *TikTok* è l'app più scaricata negli Stati Uniti, *Temu* domina l'e-commerce globale, *Ozempic* guida il mercato cinese dei farmaci contro il Diabete e *DeepSeek* è salita ai vertici delle applicazioni di Intelligenza Artificiale in un solo fine settimana.

Se un prodotto è superiore, il mercato lo riconosce. Ed è proprio per questo che l'incapacità attuale di Apple nel fronteggiare Huawei e Xiaomi è per noi motivo di maggiore preoccupazione. L'assenza, ad esempio, di *Apple Intelligence* in Cina può pesare, ma difficilmente sarà un fattore risolutivo. La domanda vera è se stiamo assistendo a una ridefinizione stabile della percezione del marchio.

In India, invece, i segnali sono positivi: l'iPhone è lo smartphone più venduto e l'interesse verso i prodotti Apple continua a crescere. Il paese è oggi il secondo mercato al mondo per gli smartphone e il terzo per PC e tablet, il che apre spazi di crescita importanti. Tuttavia, anche qui la concorrenza si fa sempre più agguerrita. L'India, peraltro, è un mercato neutro, senza barriere politiche o culturali, e rappresenta un autentico *stress test* per il marchio.

Per tutti questi motivi, abbiamo deciso di uscire dalla posizione, reindirizzando il capitale verso un'idea che oggi ci appare più interessante.

“Non dobbiamo investire nel mondo che vorremmo, ma in quello in cui viviamo” – Charlie Munger

In Italia si spende ormai più per gli animali domestici che per i figli, e in Spagna ci sono circa 9 milioni di cani contro soli 6,6 milioni di bambini sotto i 14 anni. Negli Stati Uniti, il dato è ancora più marcato: 90 milioni di cani contro 72 milioni di ragazzi sotto i 17 anni. Numeri che possono far sorridere o riflettere, ma che raccontano una trasformazione sociale reale, accelerata dal senso di solitudine diffuso in molte fasce della popolazione. È in questo contesto che si apre un mercato nuovo, dinamico, con prospettive ancora tutte da esplorare. E se da un lato la bassa natalità nei Paesi sviluppati è un segnale demografico preoccupante, dall'altro non possiamo ignorare il mondo che ci si sta formando davanti agli occhi, e le opportunità che porta con sé.

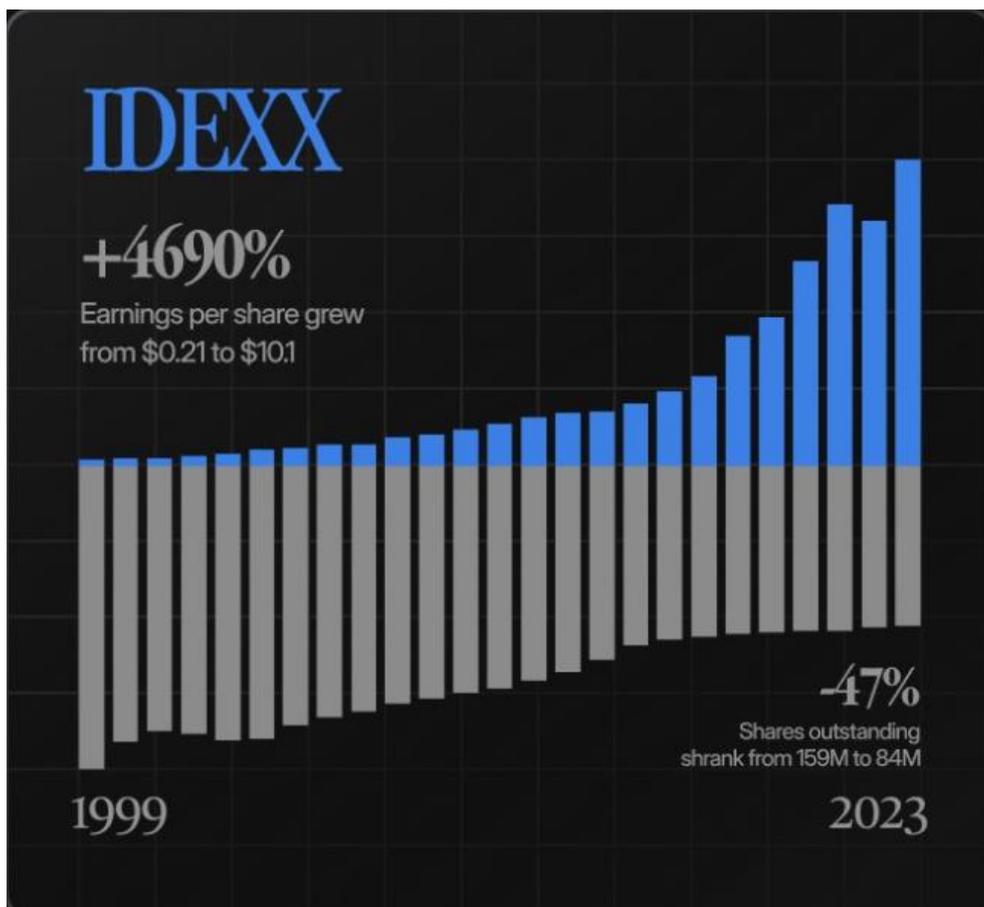
IDEXX è leader globale nella diagnostica veterinaria, con un focus specifico sugli animali da compagnia, in particolare cani e gatti. L'azienda ha saputo intercettare e interpretare una tendenza sempre più evidente: l'umanizzazione degli animali domestici. Questo cambiamento culturale ha reso i proprietari molto più attenti alla salute e al benessere dei loro compagni a quattro zampe, alimentando una domanda crescente per cure veterinarie di alto livello.

Per rispondere a questa esigenza, IDEXX offre soluzioni diagnostiche all'avanguardia, che spaziano dai test rapidi negli ambulatori ai servizi specialistici erogati attraverso una capillare rete di laboratori esterni. Gli strumenti *point-of-care* permettono ai veterinari di ottenere risposte immediate tramite analisi del sangue, delle urine e test immunologici, migliorando sensibilmente la gestione clinica e la soddisfazione del cliente.

A questi si affianca un ecosistema tecnologico proprietario che include software gestionali evoluti, sempre più orientati al *cloud*, in grado di integrare e automatizzare i flussi diagnostici. Una combinazione che ottimizza tempi, riduce errori e migliora la qualità complessiva del servizio.

Il modello di business di IDEXX si basa su una logica *Rasoio e Lama*: l'azienda vende strumenti diagnostici a basso margine, che poi generano ricavi ricorrenti attraverso l'acquisto continuativo di consumabili e servizi. Una strategia che ha creato forti barriere all'uscita per i clienti, con tassi di abbandono inferiori al 3%.

La posizione competitiva dell'azienda è rafforzata da una quota di mercato dominante (oltre il 70% in America), costi di sostituzione elevati, contratti a lungo termine e un management eccellente. Dal 1999 a oggi, IDEXX ha riacquisito circa il 50% delle proprie azioni, contribuendo a rendimenti straordinari: il titolo ha moltiplicato il suo valore per 474 volte.



*Blu: crescita degli utili per azione nel tempo
Grigio: acquisto di azioni proprie nel tempo*

Guardando avanti, vediamo un'azienda in grado di crescere a doppia cifra in termini di flusso di cassa, con un ritorno sull'investimento potenziale ancora più elevato grazie alla disciplina nell'allocazione del capitale e al riacquisto continuo di azioni. Una combinazione rara, in un settore resiliente e sempre più rilevante.

Cina – La rinascita del drago

Negli ultimi mesi, come abbiamo avuto modo di raccontarvi in precedenti lettere, trovare opportunità di investimento davvero interessanti si è rivelato sempre più difficile. Il mondo è ricco di aziende eccellenti, ma una società di qualità non è necessariamente un buon investimento se il prezzo da pagare è eccessivo. In questo contesto, la nostra ricerca ci ha portato ad allargare lo sguardo, spingendoci verso mercati lontani e spesso trascurati, dove abbiamo scoperto realtà che, a nostro avviso, combinano una qualità straordinaria a valutazioni ancora molto interessanti.

In modo del tutto spontaneo, tutte queste opportunità si sono concentrate in Asia, e in particolare in Cina. Un'area oggi poco amata dagli investitori, complice la complessa congiuntura economica e il contesto politico. La Cina sta attraversando una fase difficile ormai da diversi anni, ma sono proprio questi i momenti che preferiamo, perché è quando l'interesse si allontana che aumenta la possibilità di trovare valore nascosto.

Ad oggi, il peso della Cina all'interno del nostro portafoglio è di circa il 20%, una percentuale che potrà naturalmente aumentare o diminuire nel tempo, a seconda delle opportunità che il mercato ci presenterà.

In questa sede non entreremo nei dettagli delle singole società, ma vogliamo condividere alcune riflessioni più ampie sul paese, anche per chiarire certi preconcetti che ancora circolano, forse più per abitudine che per reale consapevolezza.

“L’eccesso di capitale riduce la disciplina” – Dara Khosrowshahi, CEO di Uber

Partiamo dal caso *DeepSeek*, la start-up cinese che ha attirato l’attenzione globale scuotendo il settore americano dell’Intelligenza Artificiale. Tralasciando i dettagli tecnici, ciò che ci ha colpito è il messaggio più profondo: la Cina non è più un semplice imitatore, ma un vero motore di innovazione, spesso più veloce ed efficiente dei paesi occidentali, anche quando questi sono convinti del contrario. *DeepSeek* ha dimostrato che anche con risorse inferiori, si può innovare a ritmi sorprendenti. Ed è proprio questo che rende la Cina così interessante: nessuno sa davvero cosa stia accadendo dietro le quinte, ed è proprio per questo che vale la pena osservare con attenzione.

Diversamente dalla maggior parte dei paesi sviluppati, la ricchezza della popolazione cinese è fortemente concentrata nel settore immobiliare, ed è proprio questo fattore ad aver innescato gran parte delle difficoltà economiche recenti. Tuttavia, nell’ultimo anno, il governo ha delineato un piano chiaro per diversificare la composizione della ricchezza della classe media. Parliamo di una popolazione in costante crescita in termini di reddito pro capite, e che sta già modificando profondamente le proprie abitudini di spesa, movimentando capitali importanti sia all’interno che all’esterno del sistema economico cinese.

Non sappiamo con certezza come si evolverà la situazione nei prossimi anni, ma crediamo che la Cina resti un terreno fertile per chi sa guardare oltre i pregiudizi e valutare con obiettività le potenzialità di un mercato vasto e in continua trasformazione.

Indicatori	Cina	Resto del Mondo
Produzione manifatturiera globale	30%	70%
PIL globale	20%	80%
Peso negli indici di borsa globali	9%	91%

Guardando agli equilibri globali nei mercati finanziari, un dato balza subito agli occhi: nonostante la Cina sia già, a tutti gli effetti, una delle principali potenze economiche mondiali, il suo peso negli indici azionari globali resta sorprendentemente basso: la Cina rappresenta meno del 10% della capitalizzazione degli indici globali, mentre gli Stati Uniti superano abbondantemente il 65%. Una sproporzione evidente, che non riflette la reale rilevanza economica, industriale e tecnologica del Paese asiatico.

Le difficoltà che la Cina sta affrontando negli ultimi anni – alcune congiunturali, altre legate a un fisiologico processo di trasformazione – non devono farci perdere di vista i suoi punti di forza strutturali. Parliamo di un tessuto economico estremamente dinamico, sorretto da una cultura imprenditoriale viva, flessibile e instancabile. La Cina è oggi sede di alcune delle aziende più innovative al mondo in settori chiave per il futuro: veicoli elettrici, energie rinnovabili, semiconduttori, robotica, intelligenza artificiale, finanza e biotecnologie. L’ecosistema tecnologico cinese si muove con una rapidità impressionante, alimentato da una popolazione ambiziosa e altamente qualificata.

Un aspetto spesso sottovalutato in Occidente è la qualità delle nuove generazioni di imprenditori cinesi: molti di loro hanno studiato all’estero, parlano più lingue e si muovono con naturalezza su scala globale. Hanno assorbito il meglio di due mondi – rigore e disciplina locali, visione internazionale – e stanno costruendo imprese in grado di competere con successo a livello mondiale. La velocità di sviluppo, la capacità di reagire in modo rapido a crisi di settore, l’agilità operativa e una concorrenza interna feroce fanno sì che molte aziende cinesi siano tra le più efficienti e performanti al mondo.

Certo, esistono ancora sfide da affrontare. Il peso sproporzionato del mercato immobiliare nella distribuzione della ricchezza privata, le tensioni geopolitiche e la transizione demografica in corso sono tutti temi reali. Questi problemi ricordano, in diverse sfumature, quanto accaduto negli Stati Uniti dopo la crisi finanziaria del 2008: e proprio come allora, anche oggi possiamo immaginare un’uscita graduale ma decisa da questa fase di difficoltà, con nuove opportunità di crescita e creazione di valore.

Un ulteriore segnale positivo è rappresentato dal crescente impegno sul fronte della gestione aziendale. Sempre più aziende cinesi stanno migliorando la trasparenza nei rapporti con gli azionisti, rafforzando i consigli di amministrazione e adottando pratiche più orientate al ritorno del capitale, come dividendi regolari e programmi di riacquisto di azioni. È un'evoluzione culturale e finanziaria che potrebbe avvicinare sempre di più la Cina agli standard richiesti dagli investitori globali.

Potremmo scrivere pagine intere sulla Cina, sul suo tessuto imprenditoriale, sul pragmatismo del suo popolo e sulla profondità culturale che guida le decisioni di lungo periodo. Ma crediamo che anche questo breve inserto renda già evidente il nostro punto di vista: per Eos, la Cina è una delle opportunità più interessanti oggi sul tavolo, a patto di avvicinarsi a essa con mente aperta e spirito critico.

Vivere e viaggiare in Cina è senza dubbio un'esperienza che aiuta a cogliere meglio le sfumature della mentalità locale, ma anche leggere fonti dirette – non filtrate da una narrativa occidentale spesso parziale – e dialogare con interlocutori cinesi, soprattutto quelli più occidentalizzati ma profondamente radicati nel contesto locale, è fondamentale per formare un'opinione autonoma. Solo così possiamo davvero comprendere la complessità e il potenziale di un Paese che, nonostante tutto ciò che si dice, è tutt'altro che finito.

La qualità del capitale umano, la visione strategica di lungo periodo, l'efficienza operativa di molte aziende cinesi – capaci di far impallidire anche certi colossi americani – ci portano a credere che il meglio debba ancora venire.

Prossimi Passi

Il 2025 rappresenta un anno importante per Eos, che festeggerà il suo terzo anniversario. A dicembre, si aprirà la finestra di liquidità per i soci. Sono già passati quasi tre anni da quando ci avete accordato la vostra fiducia e, per questo, non smetteremo mai di esservi grati.

La nostra intenzione è di prorogare l'operatività della società per altri tre anni, continuando con lo stesso impegno e la stessa visione di lungo periodo che ci hanno guidato fin dall'inizio. Tuttavia, qualora qualcuno tra voi stesse valutando di uscire, ridurre o aumentare la propria partecipazione, vi chiediamo gentilmente di comunicarcelo con il giusto anticipo. Questo permetterà a tutti di gestire con ordine la transizione, evitando potenziali disagi agli altri soci.

Allo stesso tempo, siamo sempre felici di accogliere nuovi compagni di viaggio: chi fosse interessato a entrare a far parte della compagine sociale è invitato a contattarci liberamente. Eos è nata con l'idea di crescere insieme in modo consapevole e lungimirante, ed è con questo spirito che vogliamo guardare ai prossimi anni.

Pillola di saggezza

“Alcune grandi opportunità, chiaramente riconoscibili come tali, di solito arrivano a chi continuamente cerca e aspetta con mente curiosa, appassionato di analisi che coinvolgono molteplici variabili. A quel punto, tutto ciò che serve è la disponibilità a puntare forte quando le probabilità sono estremamente favorevoli, utilizzando le risorse accumulate grazie alla prudenza e alla pazienza dimostrate in passato.”
— Charlie Munger

A presto,

Davide e Francesco

Primi cinque titoli con peso maggiore in portafoglio (ordinati alfabeticamente)	
AMAZON	Azione
NOVO NORDISK	Azione
NVIDIA	Azione
PINDUODUO	Azione
TENCENT	Azione

