



30/06/2024

Cari soci,

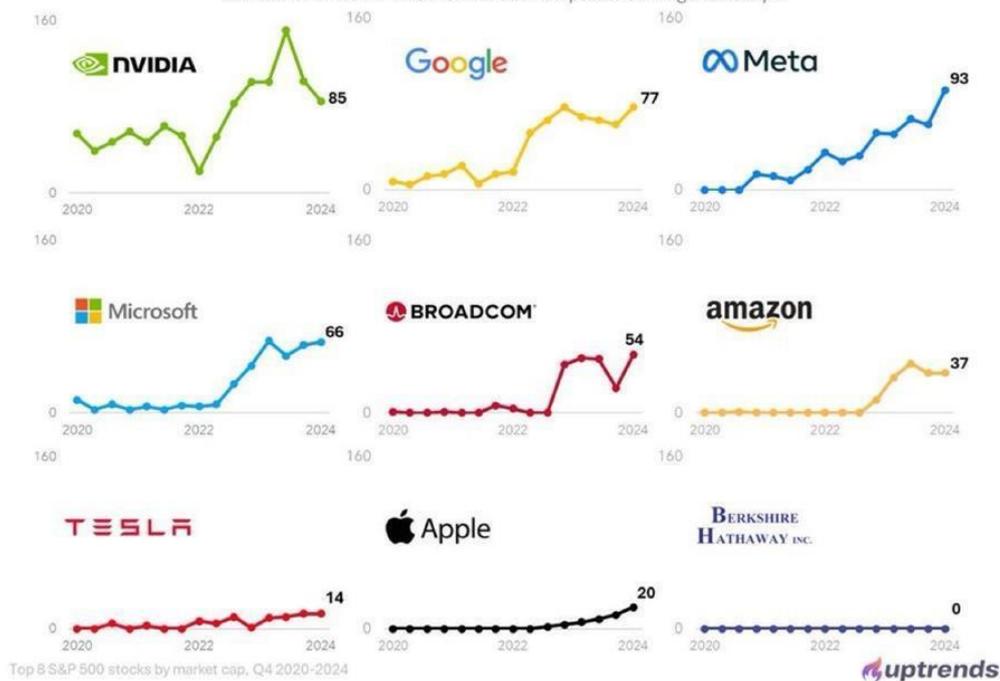
ci stiamo avvicinando a un nuovo capitolo della società. Il 22 luglio si terrà l'assemblea per l'approvazione del nostro primo aumento di capitale, per un valore di 160.000 euro. Nuovi soci entreranno a far parte della compagine sociale e ringraziamo tutti per la fiducia che ci state dando.

Durante questo trimestre, i mercati hanno continuato a crescere; tuttavia, la nostra preoccupazione sul lato valutativo continua ad aumentare. Considerando la performance da inizio anno dell'indice americano S&P500, quasi un terzo è stata determinata da un unico titolo, Nvidia, spinto dalla forte domanda di schede grafiche per l'intelligenza artificiale. Sicuramente questa nuova tecnologia, per quanto embrionale, sarà rivoluzionaria per il mondo, ma attualmente le applicazioni pratiche sono ancora molto limitate. Nvidia ha raggiunto una capitalizzazione di 3 trilioni di dollari, rubando il podio a Microsoft come azienda con la maggiore capitalizzazione in borsa. Questi fenomeni di prezzo così estremi non sono mai sani, quindi rimaniamo guardinghi e attenti, poiché, come detto sempre, il nostro obiettivo è quello di incrementare il capitale di Eos nel tempo, e non quello di investire in società famose o particolarmente in voga. Nvidia è stato di gran lunga il nostro miglior investimento, e non intendiamo vendere la posizione in essere, ma allo stesso tempo non pensiamo di incrementarla, nonostante l'afflusso di nuovi capitali nella società. D'altro canto, abbiamo venduto interamente il nostro investimento in AMD, primo rivale di Nvidia nella vendita di schede grafiche. AMD è stato un ottimo investimento, ma avere entrambe a queste valutazioni ci sembrava un rischio eccessivo. Non smettiamo di studiare, imparare e crescere, cercando continuamente società uniche in grado di stupirci e di diventare parte del portafoglio di Eos Capital.

## AI CHATTER

# Mentions of 'AI' on Corporate Earnings Calls

Number of times 'AI' was mentioned in corporate earnings transcript.



*Numero di volte che la parola "AI" è stata pronunciata dalle più grandi società*

### Andamento del portafoglio

PERIODO	MSCI WORLD INDEX*	EOS CAPITAL **
05/2022 – 12/2022	-7,0%	-4,0%
2023	+20,4%	+40,3%
2024	15,7%	24,8%
Dalla fondazione	29,6%	68,2%
Rendimento annualizzato	12,7%	27,0%

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

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

## Constellation Software – Compratore seriale



Durante questo periodo, abbiamo iniziato a investire in un nuovo titolo: Constellation Software. Constellation è una società canadese fondata da Mark Leonard, uno dei manager e fondatori più capaci di cui abbiamo mai letto. La particolarità di Constellation è la sua attività principale: cercare società che operano nel mercato dei software verticali e acquistarle. I software verticali sono applicativi utilizzati in mercati di nicchia, dove la competizione è bassa e le opportunità di cambiare software sono limitate.

La forza di Constellation risiede nella sua eccezionale esperienza nel cercare, trovare e acquistare piccole società di questo tipo; Constellation può arrivare a comprare più di 90 società all'anno e continua a scandagliare centinaia di mercati. La caratteristica più affascinante della società è che opera in sei diversi segmenti, composti da numerosi micro-team che gestiscono varie società. Pensate a Constellation come a una costellazione di piccole imprese che operano separatamente. L'obiettivo di Constellation è diventare la società di riferimento per i fondatori che desiderano vendere le proprie società.

Ognuno dei sei segmenti attivi in Constellation ha un leader che lo gestisce. Partendo dal basso della gerarchia, abbiamo gli ingegneri semplici; successivamente, ci sono i leader delle varie unità di business che gestiscono l'intero verticale di un determinato mercato. Poi ci sono i Portfolio Manager, che propongono le nuove acquisizioni e gestiscono i vari portafogli composti dalle società acquisite. Nel tempo, ogni manager passa dagli aspetti operativi del proprio lavoro all'apprendimento delle competenze necessarie per le fusioni e acquisizioni, con l'obiettivo di diventare un Portfolio Manager. I Portfolio Manager di maggior successo diventano leader di uno dei sei gruppi operativi all'interno dell'azienda. Essenzialmente, più si sale nella gerarchia aziendale, più il lavoro si concentra su fusioni, acquisizioni, ritorni sul capitale e performance.

Ogni acquisizione deve rispettare precisi criteri finanziari e avere un ritorno atteso dell'investimento ben preciso. Ad oggi, Constellation ha un ritorno atteso medio compreso tra il 18% e il 20%. Una volta che una società entra a far parte di Constellation, quasi tutta la liquidità che produce viene utilizzata per finanziare altre acquisizioni. All'interno di Constellation c'è un cervello operativo centrale che decide come utilizzare i fondi prodotti dalle singole società e alloca il capitale ai vari livelli.

Una grossa fetta dei dipendenti di Constellation è milionaria, poiché una parte del loro bonus viene utilizzata per comprare azioni della società per loro conto. In questo modo, ogni dipendente è perfettamente allineato con gli azionisti esterni e con l'obiettivo comune di generare valore nel tempo. Le azioni della società hanno incrementato notevolmente il loro valore negli anni, creando grandi profitti per i dipendenti e gli azionisti.

Anno	Prezzo	Moltiplicazione del valore
2006	18 CAD	222x
2024	4.000 CAD	

Questi sono solo alcuni degli aspetti strabilianti della società. Ad oggi, Constellation è in grado di continuare a crescere a tassi che superano il 15% annuo in termini di flusso di cassa, si sta espandendo in ulteriori mercati, e ha la possibilità di ampliare i propri margini grazie alla capacità delle sue attività di aumentare i prezzi senza temere una riduzione della clientela (mediamente, i clienti di Constellation rimangono con la

società per 20 anni). La fortissima cultura aziendale creata da Mark Leonard si tramanda di anno in anno e di persona in persona.

*“Alcune aziende ottengono il loro vantaggio competitivo da monopoli concessi dal governo, altre dalle risorse naturali, altre ancora da ampi portafogli di brevetti e altre da enormi beni immobiliari. Constellation non ha questi vantaggi. I nostri dipendenti e le relazioni con i clienti che questi dipendenti hanno costruito e coltivato nel corso di molti anni ci forniscono il nostro vantaggio competitivo. Spero che tutti i nostri azionisti si uniranno a me nel ringraziare i nostri dipendenti per la continua prosperità dell’azienda” – Mark Leonard*

### **Investire in un’epoca di forte cambiamento**

Vi abbiamo sempre parlato dei business presenti nel portafoglio di Eos, il denominatore comune di tutti è la capacità di innovare continuamente e rimanere sulla cresta dell’onda; saper investire in periodi di forte cambiamento è qualcosa di fondamentale, soprattutto nel 2024, dove la velocità dell’innovazione è ai massimi storici.

Il primo passo da fare è riconoscere l’estrema velocità del cambiamento, successivamente è necessario entrare in nuove logiche valutative che ci permettono di valutare i business sottostanti con occhio critico e, infine, utilizzare la diversificazione in modo strategico.

Il termine forte cambiamento, in inglese viene definito “disruption”, che è molto più simile a distruzione che a cambiamento; con questo termine si intende un’interruzione o una rottura nel normale corso degli eventi. Pensiamo a Dollar Shave Club, per esempio, che mise in ginocchio Gillette. Questa società, fondata nel 2011 grazie a Internet, creò un business direttamente collegato ai consumatori, senza passare dai grandi centri commerciali, che non solo rubò una marea di clienti a Gillette, ma costrinse la società ad abbassare i prezzi del 12% per evitare la disfatta.

La storia ci insegna che questi enormi cambiamenti nel mondo sono spesso causati da una convergenza di tecnologie; queste convergenze provocano un ciclo di retroazione positiva che porta all’adozione di queste nuove tecnologie in maniera estremamente veloce e dirompente, facendo crollare il precedente sistema di riferimento.

Per esempio, l’avvento dei veicoli elettrici sta portando a una domanda di energia sempre maggiore, il che ha spinto il pianeta a cercare fonti meno inquinanti di energia che, con l’avanzamento della tecnologia, vengono sempre più accettate, usate e i cui costi decrescono esponenzialmente. Questa catena positiva porta alla messa in discussione del sistema energetico attuale, basato sui combustibili fossili, esercitando una pressione enorme sulle società petrolifere che sono costrette a investire per cercare di cambiare il loro modello di business.

Uno studio di McKinsey, una società di consulenza strategica, ha riscontrato come negli ultimi sessant’anni la vita media di una società sia diminuita del 70%. Christopher Tsai, fondatore di Tsai Capital, spiega questo concetto con l’aiuto della seconda legge della termodinamica. Questa legge ci dice che un sistema chiuso perde continuamente energia, questa dissipazione è chiamata entropia. Per questo motivo questi sistemi hanno continuamente bisogno di energia per sopravvivere; l’entropia è l’assassino delle grandi società, perché quando un business cresce a dismisura, l’energia richiesta dal sistema per sopravvivere aumenta in maniera esponenziale. Questo spesso si traduce in gerarchie, lunghe procedure, poca flessibilità e l’intero sistema diventa inefficiente e debole di fronte all’innovazione.

È molto semplice cadere in questo tranello, perché il cervello umano è abituato a pensare in maniera lineare, mentre le innovazioni dirompenti hanno un ritmo di adozione esponenziale: iniziano lentamente e poi

crescono a dismisura in poco tempo. Andando indietro nella storia abbiamo esempi in politica, economia, psicologia e scienze, tutti questi sistemi sono soggetti al cambiamento dirompente.

Man mano che l'adozione del motore a combustione interna accelerava dopo il rilascio del modello T di Henry Ford nel 1908, i politici richiesero una tassa sulla benzina. L'Oregon fu il primo a introdurre la tassa. L'importo era di un centesimo per gallone e l'anno era il 1919. Nel giro di un decennio, tutti i 48 stati dell'epoca e il Distretto di Columbia seguirono con la loro tassa.

Per noi investitori, il punto focale è quello di imparare a valutare queste nuove tecnologie e questi nuovi sistemi.

*“Il vero viaggio della scoperta non consiste nel cercare nuove terre, ma nell'avere nuovi occhi.”* – Marcel Proust

Il trabocchetto è sempre quello di valutare una società utilizzando metodi tradizionali e non focalizzandosi su metriche più qualitative e di ampio respiro, difficili da interpretare, come il ritorno sul capitale, la filosofia del management, i costi per unità di prodotto, il vero flusso di cassa della società.

L'iPhone è stato rilasciato nel 2007 perché è stato allora che tutte le tecnologie necessarie per il lancio dell'iPhone erano pronte, inclusi i touchscreen, i sensori, la potenza di elaborazione e le batterie agli ioni di litio ad alta densità energetica. In altre parole, l'iPhone è nato attraverso la convergenza tecnologica.

Apple, come ora sappiamo, è stata una grande forza dirompente. La quota di mercato di Nokia è scesa dal 51% nel quarto trimestre del 2007 a meno del 3% cinque anni dopo. Le vendite sono crollate del 75%. Ma nonostante un rapido aumento della quota di mercato, non mancavano investitori che non credessero in Apple.

Questo perché, come disse il filosofo tedesco Arthur Schopenhauer: *“Tutta la verità passa attraverso tre fasi. Prima viene ridicolizzata. Poi viene violentemente contrastata. Infine, viene accettata come ovvia.”*

Come stare dalla parte giusta degli investimenti? Un segreto è quello di pensare per sistemi piuttosto che per singoli casi d'investimento. Questo ci aiuterà a mettere in discussione le nostre convinzioni e le nostre idee, rafforzandole o demolendole. Capire la struttura del sistema, la sua storia, la sua evoluzione e dove potrebbe estendersi spesso spiega valutazioni altrimenti inspiegabili.

Il valore di mercato di Apple rispetto ai suoi rivali esistenti aveva senso. Apple stava creando potenti connessioni ed effetti tra gli utenti che avrebbero portato alla distruzione degli altri produttori di telefoni. E in un settore in cui i vincitori prendono tutto, o la maggior parte del mercato, era logico che Apple avesse una valutazione così elevata.

La struttura del sistema sottostante stava cambiando e anche il modello di business di Apple stava cambiando. Per valutare correttamente l'azienda come un potenziale investimento, bisognava guardare Apple con occhi nuovi, probabilmente ipotizzando che l'intera cassa prodotta dai suoi concorrenti un giorno sarebbe andata nelle sue tasche.

E se pensiamo in questo modo, ciò significa che man mano che i flussi di cassa dell'innovatore continuano a crescere, e il valore di mercato riflette quella crescita, l'innovatore stesso varrà non solo quanto il mercato, ma un multiplo di esso, mentre gli altri giocatori esistenti varranno sempre meno.

Come ultimo punto, è importantissimo diversificare il portafoglio. Abbiamo visto come il cambiamento sia sempre in agguato e investire solo in una o due società forse oggi non è più così semplice e scontato. Noi crediamo che avere un portafoglio ben diversificato, con business molto diversi tra loro, sia la strategia vincente, poiché è meglio piantare più qualità diverse di semi che concentrarsi solo su una, perché il rischio che quel singolo seme non cresca diventa ogni giorno più elevato.

In Eos preferiamo business che beneficiano di uno o più cicli di retroazione positiva, che richiedono poco capitale e che possono reinvestire a tassi di rendimento elevati in modo duraturo. Quando questi business hanno anche il potere di incrementare i prezzi, possono essere investimenti eccellenti da possedere. Alcune delle società che possediamo con queste caratteristiche vengono definite “Piattaforme”.

L'architettura di un'azienda cosiddetta piattaforma è affascinante. I singoli componenti sono sviluppati, disposti e modificati nel tempo su una struttura statica governata da regole di progettazione ben definite. Questa struttura di progettazione, o architettura, fornisce alle piattaforme una combinazione desiderata di stabilità e variabilità.

Questo tipo di struttura produce un sistema flessibile e allo stesso tempo robusto, adatto al cambiamento. Nel mondo del business, ciò può significare un sostanziale miglioramento dei margini e una maggiore efficienza nello sviluppo e nella progettazione dei prodotti, poiché la necessità di ricominciare da zero con ogni nuovo prodotto o servizio viene aggirata dalla flessibilità dell'architettura.

Le piattaforme utilizzano la tecnologia per creare un'architettura che consente agli utenti di connettersi da entrambi i lati di una transazione e offrono molti benefici economici.

Nel nostro viaggio, cerchiamo di evitare le trappole che possono derivare dalle vecchie convinzioni affrontando la valutazione con occhi nuovi e sempre critici; e piantiamo un numero sufficiente di semi per aumentare la probabilità di scoprire investimenti straordinari.

### **Prossimi Passi**

Con l'aumento di capitale, il patrimonio di Eos Capital dovrebbe raggiungere il valore di 1.500.000 euro. Siamo sicuramente stati fortunati in questi anni e speriamo di esserlo ancora per lungo tempo. Nel mentre, cercheremo sempre di rimanere fedeli al nostro stile di gestione ed evolvere insieme al mondo che cambia intorno a noi. L'importante è mantenere e meritare la vostra fiducia, come abbiamo sempre fatto.

A settembre organizzeremo un piccolo evento online aperto solo ai soci. Sarà un momento di discussione per rispondere a ogni tipo di domanda e curiosità e per parlarvi del portafoglio. Speriamo possiate partecipare tutti.

### **Pillola di saggezza**

*“Con l'avanzare dell'età, vedo più chiaramente il valore di essere dalla parte giusta dell'innovazione, dalla parte giusta delle persone straordinarie, dalla parte giusta dell'ambizione tremenda e dalla parte giusta della tecnologia scalabile, vendibile e utile.” – Shad Rowe*

A presto,

Davide e Francesco

Primi cinque titoli con peso maggiore in portafoglio (ordinati alfabeticamente)	
ADOBE	Azione
ALPHABET (GOOGLE)	Azione
AMAZON	Azione
MICROSOFT	Azione
NVIDIA	Azione

