



30/09/2023

Cari soci,

Speriamo che abbiate trascorso una rigenerante pausa estiva, godendo appieno della compagnia e concedendovi il lusso di riflettere sulle cose. Quando ci distacciamo dalla nostra routine quotidiana, la mente si libera e la creatività inizia a fluire. Si dice che i bambini siano così creativi perché trascorrono la maggior parte del loro tempo a giocare. Noi crediamo che sia fondamentale trovare momenti per "giocare" anche da adulti, poiché ciò ci permette di guardare le cose da prospettive diverse e di rompere gli schemi che soffocano l'innovazione.

Riflettere sulle cose è fondamentale. Troppo spesso dedichiamo tempo a imparare concetti e nozioni senza veramente fermarci a ponderare il loro significato.

La nostra vita è sprecata dai dettagli.....semplificala, semplificala - Henry David Thoreau

Andamento del portafoglio

PERIODO	MSCI WORLD INDEX (EUR)*	EOS CAPITAL**
05/2022 – 12/2022	-7,0%	-4,0%
01/2023 – 09/2023	+13,2%	+28,8%
Dalla fondazione	+5,4%	+23,7%

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

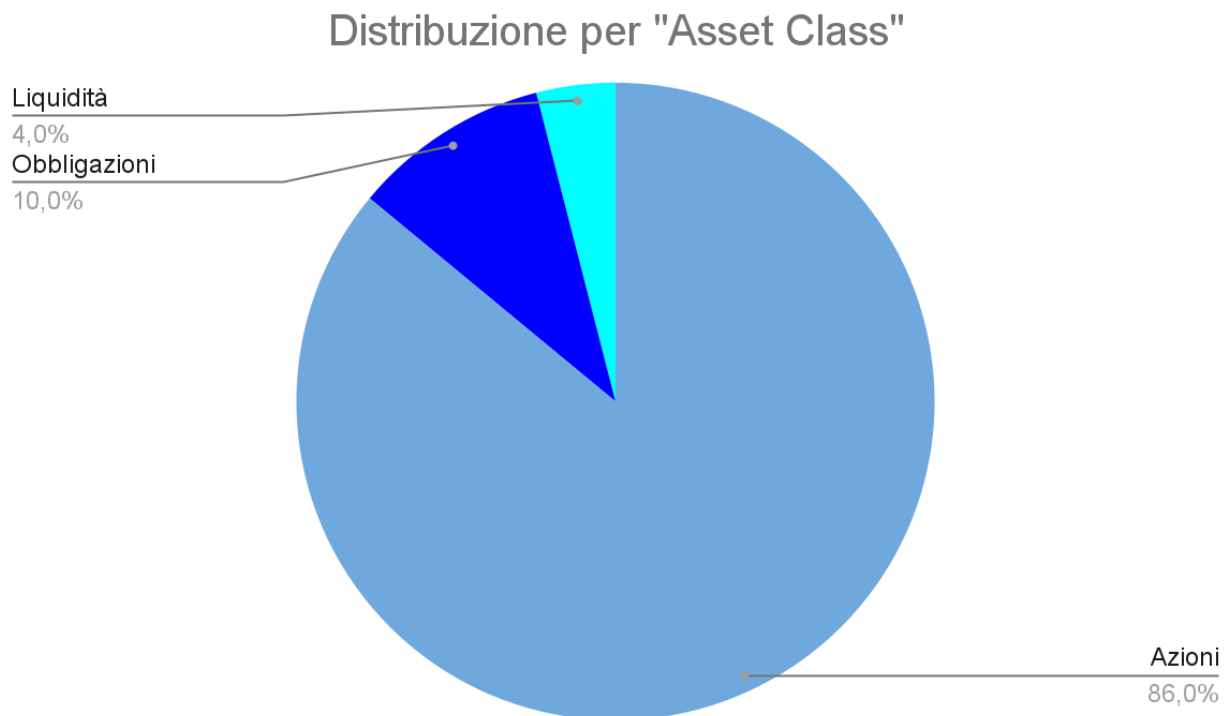
***La performance di Eos è una stima calcolata da noi*

Non possiamo che essere soddisfatti dell'andamento di Eos Capital; la stragrande maggioranza dei nostri investimenti sta ottenendo risultati eccezionali, con alcuni che hanno superato persino le nostre proiezioni più ottimistiche. I mercati finanziari, sebbene abbiano registrato qualche leggera incertezza, continuano a mostrare un *trend* molto positivo dall'inizio dell'anno. Sembra che stiano dimostrando una certa fiducia nel fatto che la temuta recessione potrebbe non materializzarsi e che l'inflazione, col passare del tempo, tornerà a livelli più stabili senza causare un eccessivo rallentamento nella domanda di beni e servizi. L'indice che presentiamo nella tabella in alto costituisce un valido strumento per monitorare l'andamento delle borse globali e comprendere come si stiano evolvendo.

Ci teniamo a ricordare che noi non guardiamo giornalmente l'andamento dei titoli in cui siamo investiti, voi guardate ogni giorno il valore della vostra casa o dei vostri averi? Siamo sicuri che seguendo il nostro approccio possiamo scovare società di qualità che riescono ad accrescere il loro valore nel tempo.

Prima di immergerci nei dettagli di questa lettera, desideriamo darvi un "assaggio" di realtà: nel portafoglio di Eos, ci sono anche investimenti che non stanno attraversando un periodo positivo. Non intendiamo

focalizzarci solo sugli aspetti positivi, piuttosto riteniamo fondamentale condividere con voi le nostre riflessioni e le azioni intraprese anche in situazioni particolari o critiche.



Fortinet - Cybersecurity, ovunque ne abbiate bisogno

Disclaimer: Questo materiale non è da intendersi come una raccomandazione d'investimento, Eos Capital s.r.l. non sarà quindi responsabile per i danni di qualsiasi genere, compresi i danni diretti, indiretti, incidentali e consequenziali

Fortinet emerge come una delle colossali realtà nell'ambito della sicurezza informatica, un settore spesso sottostimato per quanto riguarda la sua rilevanza nelle nostre vite quotidiane. Nel periodo compreso tra il 2015 e il 2022, abbiamo assistito a un incremento impressionante dei danni causati da *malware* informatici, danni che sono aumentati di ben 57 volte. Questa tendenza al rialzo è destinata a crescere in maniera esponenziale almeno fino al 2031, con un tasso annuale del 30%.

Anche se il panorama di riferimento appare frammentato, le società [*pure play*](#) dedicate esclusivamente alla cybersecurity si contano sulle dita di una mano. In questo scenario, Fortinet si posiziona in modo strategico, offrendo ai suoi clienti una soluzione completa e globale. La visione pionieristica del fondatore Ken Xie è stata quella di abbracciare il concetto di convergenza. Secondo Xie, le reti aziendali del futuro sono destinate a evolvere verso un nuovo paradigma, denominato "Secure Networking", che incorpora tutte le necessarie misure di sicurezza per proteggere la rete stessa.

Questa visione si è dimostrata eccezionalmente profetica, come testimoniato dal fatto che nel 2022, ben il 40% delle aziende con un'infrastruttura di rete aziendale ha adottato il modello di "Secure Network". Fortinet ha da sempre puntato a emergere come uno dei principali protagonisti nell'ambito dei firewall e della sicurezza di rete, stabilendo una solida posizione come il principale fornitore *pure play* insieme a Palo Alto.

Convergence of Networking & Security



Fortinet offre una vasta gamma di servizi, ma ciò che la contraddistingue in modo unico è la sinergia tra la sua offerta hardware (i *firewall* fisici) e la componente software, potenziata da nuovi prodotti all'avanguardia nel campo della sicurezza dei dati.

Ciò che ci affascina particolarmente di Fortinet è il suo costante impegno mirato e la costante crescita, con tassi in termini di ricavi e di flusso di cassa superiori al 15%. Dal 2014 a oggi, il valore azionario dell'azienda è decuplicato, e il flusso di cassa generato è stato ancora più notevole. Riteniamo che questa differenza sia destinata a ridursi nel lungo periodo, mentre Fortinet continuerà ad accrescere il proprio valore nel tempo grazie alla singolarità del suo modello di business e alla competenza della sua leadership.

I fratelli Xie, ancora oggi al timone dell'azienda e detentori del 16% delle azioni, dimostrano un forte allineamento di interessi tra loro e gli azionisti. Fortinet racchiude molti dei vantaggi competitivi che amiamo nei business che studiamo.

Durante l'ultimo trimestre, Fortinet ha subito una brusca perdita (- 25%) in una singola sessione di borsa a causa di un rallentamento imprevisto, ma lieve, nella crescita. Spesso, tali movimenti drastici nel prezzo sono reazioni istintive dei mercati finanziari che vendono il titolo alla vista di numeri al di sotto delle aspettative, senza tenere conto della solida storia di redditività a lungo termine. Tuttavia, noi crediamo che Fortinet sia uscita rafforzata da questi anni post-Covid e che una normalizzazione della crescita sia naturale, soprattutto dopo aver registrato un aumento del 30% nei ricavi per due anni consecutivi. In quel giorno, abbiamo aumentato la nostra posizione sul titolo; attualmente, sebbene parte delle perdite sia stata recuperata, rimaniamo ancora in deficit sull'investimento.

Comprare un business della qualità di Fortinet ad una valutazione vicina alla sua media storica è qualcosa di molto raro, solitamente queste società continuano ad apprezzarsi nel tempo e solo poche volte è possibile avere queste grandi divergenze tra prezzo e valore intrinseco del titolo.

Anche Dio può essere licenziato come Asset Manager

Il lavoro che svolgiamo presso Eos Capital è senza dubbio tra i più impegnativi. Indipendentemente dall'impegno e dalla competenza che mettiamo in campo, dobbiamo essere pronti ad affrontare periodi

difficili in cui il valore delle società in portafoglio potrebbe crollare e i nostri investimenti vacillare. Non diciamo questo per incutere timore, ma sono le regole dei mercati finanziari. Anche Warren Buffett, il più grande investitore di tutti i tempi, ha attraversato momenti estremamente complicati, con le sue azioni che hanno perso oltre il 50% del loro valore. Tuttavia, cosa ha reso Warren Buffett l'uomo che è riuscito ad aumentare il proprio capitale ad un ritmo del 20% all'anno, iniziando nel 1965?

Prima di alimentare troppo l'entusiasmo, è importante riconoscere che noi non siamo come Warren (purtroppo). Chi ha dedicato tempo a studiare investitori del suo calibro, come Bill Miller, Eddie Lampert, Bill Ackman, sa che le probabilità di replicare il loro successo sono estremamente basse, anche se si è dotati di intelligenza, memoria eccezionale e altre qualità. La probabilità di emergere è veramente esigua, nonostante tutti i vantaggi brillanti che una persona potrebbe pensare di possedere. Questi risultati non dipendono solo dall'intelligenza o dal numero di libri letti in una vita; ci sono fattori che alcune persone possiedono e altre no. Quante leggende come Maradona o Pelè sono esistite?

Tuttavia, non dobbiamo scoraggiarci, perché il nostro lavoro non è inutile. Potremmo non essere come Warren, ma possiamo comunque diventare eccellenti investitori facendo del nostro meglio e cercando di migliorarci costantemente. Quella scintilla che ci permette di ottenere risultati eccezionali inizia a brillare intorno all'età di 10-12 anni, durante la pubertà. È in quel periodo che la personalità di un individuo si sviluppa e si scontra con la realtà. Né gli anni di esperienza, né i libri letti, né le interviste ascoltate potranno mai colmare quel divario: Warren si nasce!

Per fare un parallelo con il mondo del business, pensate a quale sia il vantaggio competitivo che permette a una società di diventare eccellente e lasciare un segno nella storia dell'umanità. Non è la tecnologia, non è un team di gestione competente, non è una campagna pubblicitaria di successo; questi sono tutti vantaggi che possono essere copiati dalla concorrenza e che forniscono solo un beneficio temporaneo. Un vero vantaggio competitivo è qualcosa di intrinseco e strutturale. Se i tuoi rivali conoscono il tuo segreto ma non riescono a replicarlo, allora hai davvero un vantaggio competitivo distintivo.

Nel mondo della finanza esistono quattro autentici vantaggi competitivi riconosciuti tra gli investitori:

- Economie di Scala: Un esempio tangibile è Amazon, la correlazione positiva tra l'efficienza operativa e la dimensione del business ha trasformato la società in un colosso quasi inattaccabile. Più il business cresce, più diventa efficiente.
- Effetto Rete (Network Effect): Un esempio emblematico è Mastercard, che rafforza costantemente la sua posizione all'aumentare del numero di persone che aderiscono al suo circuito di pagamento. Ogni nuovo individuo contribuisce a creare valore per tutti gli altri partecipanti.
- Brevetti, Marchi, Diritti, Approvazioni Regolatorie: Tutto ciò che è unico e distintivo contribuisce a innalzare le barriere all'ingresso per i nuovi concorrenti. Un esempio è Nvidia, che ha creato e sviluppato le migliori [GPU](#) (Graphic Processing Units) disponibili sul mercato e le ha protette tramite la registrazione dei propri progetti presso le autorità competenti.
- Costi di Switching (Switching Cost): Questi costi rappresentano l'onere che gli utenti di un servizio o prodotto devono sostenere se decidono di cambiarlo. Un esempio lampante è Fortinet. Cambiare il provider di sicurezza informatica di una società non è semplice, soprattutto se il fornitore vende anche la parte hardware. Le sinergie tra i prodotti ed i software offerti da Fortinet non possono essere raggiunte mescolando differenti fornitori di servizi, perciò gli utenti saranno portati inevitabilmente a continuare ad utilizzare Fortinet.

Questi veri vantaggi competitivi sono il cuore di molte strategie d'investimento di successo e contribuiscono in modo significativo a creare un'ampia barriera contro la concorrenza.

Proprio come un'azienda deve lavorare per sviluppare il proprio vantaggio competitivo, noi, come gestori di capitali, dobbiamo fare lo stesso. In un panorama che vanta ben 150.000 fondi d'investimento sparsi per il mondo, ci siamo mai chiesti cosa ci differenzia?

La lettura di libri e giornali? Certamente è un passo importante, ma quanti di noi leggono e consumano contenuti online su questi argomenti? Tanti. Una volta acquisita una solida conoscenza finanziaria, il vantaggio marginale di una lettura aggiuntiva diventa praticamente nullo.

Una laurea? Neanche questa rappresenta un vero vantaggio competitivo. Prendiamo ad esempio Nick Sleep e Zak Zakaria, i fondatori della Nomad Partnership, uno dei migliori fondi d'investimento mai esistiti. Nessuno dei due aveva una laurea in finanza o in materie economiche. Sleep era un architetto, mentre Zakaria un matematico. L'università purtroppo non insegna a diventare grandi investitori.

A questo punto potreste chiedervi se l'esperienza almeno sia la chiave per eccellere nel mondo degli investimenti. È una domanda legittima, ma la risposta è scontata: no. Anche se l'esperienza è fondamentale per comprendere la materia o valutare il livello di competenza del nostro interlocutore, accumulare esperienza non conferisce un vero vantaggio competitivo. Molti grandi investitori sono ormai "in pensione", e i loro risultati migliori non sono avvenuti necessariamente ad una veneranda età.

Poiché i vantaggi competitivi di un business sono strutturali, quelli di un investitore dovrebbero esserlo altrettanto. Pertanto, devono necessariamente coinvolgere la psicologia. Nessun libro o esperienza possono essere così formativi da cambiare radicalmente e riformulare la nostra sfera psichica. Cambiare il nostro pensiero è un compito arduo.

Potremmo identificare sette "tratti" psicologici tipici dei grandi investitori:

1. Il primo si caratterizza con l'abilità di comprare quando tutti vendono e di vendere quando tutti comprano: nel 2020 quando tutto il mercato era totalmente nel panico a causa del COVID, nessuno aveva il coraggio di premere un bottone per comprare qualcosa, ed allo stesso modo nel 2021, quando il prezzo di società senza vantaggi competitivi continuava a salire, nessuno era disposto a vendere.
2. Il secondo tratto è avere una sana ossessione per gli investimenti. Tali persone non si divertono solo ad investire, ma vivono di questo. Pensare ogni giorno a quale società studiare, a che tipo di modello di business sarà possibile sviluppare o come un'azienda possa monetizzare i prodotti che vende, sono tutti tratti distintivi. Nulla può renderti "positivamente ossessivo" per qualcosa, è un desiderio che nasce da dentro.
3. Il terzo riguarda la volontà di imparare dai propri errori. Molte persone semplicemente dimenticano gli errori del passato, reprimendo quelle sensazioni negative; invece, i grandi investitori analizzano continuamente se stessi, cercando di evitare costantemente gli errori commessi in passato.

Penso che le persone sottostimino quanto siano importanti le abitudini, quanto sia difficile cambiarle ad una veneranda età e quanto sia importante costruirle in tenera età - Warren Buffet

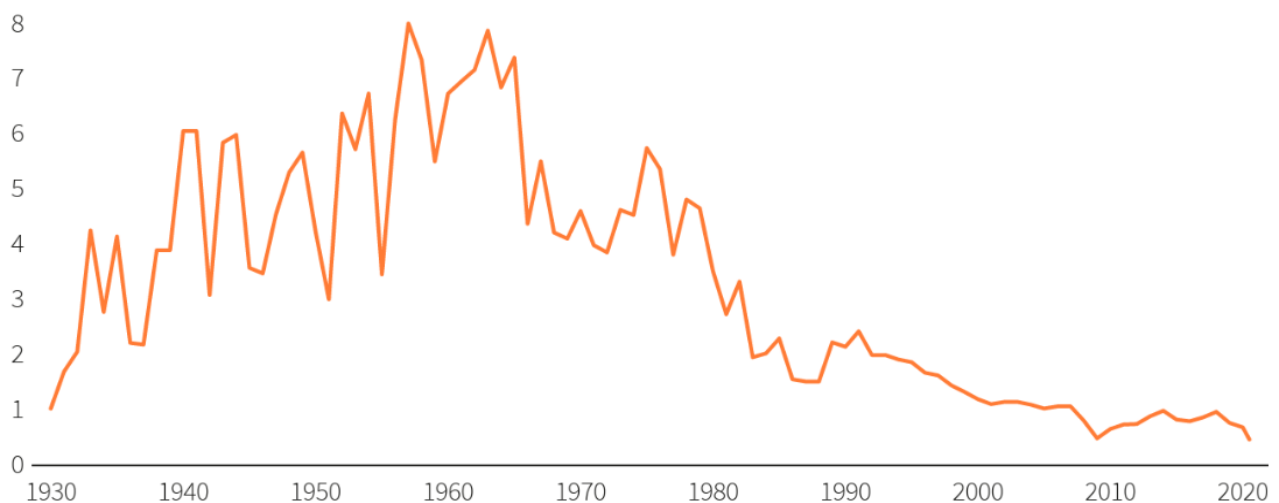
4. Il quarto è uno dei nostri preferiti, avere "buon senso". La mancanza di quest'ultimo è la madre delle atrocità compiute dall'essere umano; cosa c'era di sensato nell'uccidere il popolo ebraico quando Hitler salì al potere? Oppure nell'accordare mutui senza garanzie con lo scopo di arricchirsi ancora di più, come è successo nella disastrosa crisi finanziaria del 2008?
5. Il quinto tratto riguarda la fermezza d'animo, i grandi investitori rimangono fedeli alle proprie idee fino a che i fatti non dimostrino il contrario. Che senso ha investire i propri soldi in un titolo che conta solo 1% del portafoglio? Che logica c'è nel pagare migliaia di euro a gestori che usano il loro tempo per cercare idee di investimento che poi hanno la probabilità di essere inserite in portafoglio con un peso

irrisorio rispetto alla mole di denaro che gestiscono? È completamente irrazionale! meglio investire a questo punto in un prodotto passivo a basso costo che replica l'andamento di uno dei tanti mercati presenti sul pianeta. Avere idee diverse dal mercato è la chiave per ottenere rendimenti migliori, anche se a volte questo porta periodi di sofferenza.

6. Il sesto tratto è molto comprensibile da chi conosce il funzionamento della nostra psiche. E' importante avere entrambi gli emisferi del cervello funzionanti, non solo quella sinistra che fa capo alla razionalità ed al ragionamento logico. Conosciamo persone che saprebbero calcolare il prezzo di strumenti finanziari complessi, ma che non riuscirebbero a gestire i propri soldi se non fossero guidati da qualcuno. Per essere un grande investitore è necessario che anche la parte destra del nostro cervello, quella collegata all'emotività, funzioni correttamente; dobbiamo avere il senso dell'umiltà e dell'autoironia per attraversare i momenti complicati, dobbiamo riuscire a lasciare i nostri ragionamenti numerici e cercare di vedere il problema da diversi punti di vista e dobbiamo adattarci velocemente di fronte a cambiamenti importanti che minano la stabilità delle nostre idee. I grandi investitori che ammiriamo, inoltre, erano tutti dei buoni scrittori. Se non si riesce a scrivere in modo chiaro non si è in grado di pensare in maniera efficace e se non si è in grado di pensare in maniera efficace è un problema.
7. Infine, il più importante di tutti è la resilienza, unita alla capacità di rimanere in piedi attraverso i momenti di volatilità. Questo è quasi impossibile per la maggior parte delle persone (adesso starete pensando che voi ne siete capaci, ma purtroppo non è così, la statistica dice il contrario). Sopportare una perdita del 50%, come ha fatto Warren, e comprare quando tutto sembra essere perduto, è una cosa che pochi riescono a fare. Il panico è istintivo e blocca ogni funzionamento normale del nostro cervello; quando stiamo affogando non cerchiamo di trattenere l'aria il più possibile, ma ci agitiamo, rilasciando ossigeno, riducendo drasticamente le nostre probabilità di sopravvivenza.

Sappiamo per certo che questi tratti comportamentali non possono essere tutti assimilati semplicemente conoscendo e studiando le vite dei grandi; ancora non possiamo sapere se saremo degli investitori eccezionali o quanti anni ci vorranno per capirlo, sappiamo per certo che molti di questi tratti sono tipici della nostra psicologia, e questo è già un buon inizio. Pensate che dal momento della fondazione di Eos non abbiamo mai venduto nulla, anche se ci sono titoli in portafoglio che sono ampiamente in guadagno; già facendo questa scelta ci stiamo differenziando dalla massa, considerando che attualmente il periodo medio che un titolo rimane in portafoglio è di soli 4 mesi.

— Holding Period of stocks in Years



Note: Holding periods measured by value of stocks divided by turnover
Source: NYSE, Refinitiv

(Periodo medio espresso in anni)

Il tempo ci darà la verità, l'importante per noi è agire sempre con integrità e senso morale verso i soci di Eos Capital, perché nei momenti difficili che sicuramente verranno, la fiducia sarà la nostra ancora di salvezza.

L'angolo della finanza

Cos'è la Volatilità?

La volatilità è un concetto fortemente utilizzato all'interno del mondo economico-finanziario, questo è dovuto, in primo luogo al suo impiego non solo nel campo prettamente finanziario, ma anche nel campo macro-economico per compiere previsioni e formulare indicazioni sulle politiche economiche che sono volte a incrementare la ricchezza delle nazioni; un altro esempio che sottolinea il suo ampio utilizzo può essere rappresentato da tutti gli operatori finanziari che utilizzano tale indicatore sia per attuare scelte d'investimento (trader, gestori di fondi, ecc.), ma anche per attuare politiche di gestione dei rischi (risk manager).

A questo punto è doveroso identificare una definizione tecnica per capire cosa questo indicatore esprima e come venga applicato nel campo economico. Traducendo la definizione puramente matematica in termini finanziari, la volatilità misura l'intensità delle variazioni – positive e negative – subite dal valore di un titolo in un determinato periodo di tempo o in altre parole, indica la variazione percentuale del valore di un titolo o un portafoglio in un determinato periodo di tempo.

Va sottolineato che è errato pensare che una maggiore volatilità comporti una più alta probabilità di perdite, poiché un qualsiasi livello di variabilità dei valori determina all'incirca pari probabilità di eventi positivi e negativi.

Ma allora perché associamo al termine "rischio" la misura della volatilità? La motivazione risiede nel come vengono identificati i comportamenti dell'individuo nei confronti del rischio e nello specifico possiamo individuare tre tipi di soggetti:

- Avversi al rischio, dove l'individuo (come un cliente al dettaglio) preferirà sempre un valore certo ad un valore probabile (aleatorio – potenzialmente superiore, pari o inferiore);
- Neutrali al rischio, dove l'individuo risulterà neutrale tra un valore certo e un valore probabile (aleatorio – potenzialmente superiore, pari o inferiore);
- Propensi al rischio, dove l'individuo (come un trader) preferirà sempre un valore probabile (aleatorio – potenzialmente superiore, pari o inferiore) a un valore certo.

Risulta dunque evidente che, sotto l'ipotesi di avversione a rischio da parte degli investitori, la volatilità identifichi il rischio dell'attività finanziaria, in quanto ogni oscillazione di quest'ultima potrà identificare una potenziale perdita per l'investitore.

Come specificato già nelle precedenti lettere, noi cerchiamo di sfruttare le asimmetrie del mercato, cogliendo le occasioni che si presentano nel corso del tempo; spesso la volatilità del nostro portafoglio è più elevata rispetto alla media, ma questo non significa che i titoli in cui siamo investiti siano più rischiosi; il vero rischio è collegato alla possibile perdita permanente di capitale e non alle oscillazioni dei prezzi.

Progetti in corso

Come anticipato ormai da un pò di tempo, stiamo pianificando un evento on-line di fine anno aperto a tutti, dove discuteremo di Eos e della finanza nel suo complesso; probabilmente sarà a novembre, quindi potete già parlarne con chi preferite o con chi potrebbe essere interessato.

Abbiamo ultimato il nostro sito internet, adesso potete visitarlo all'indirizzo <https://www.eoscapitalmi.com/>, speriamo che possiate condividerlo ed aiutarci a migliorarlo!

Pillola di saggezza

"Credo che Warren Buffett e Howard Marks siano stati i precursori di tutto questo. Non si limitavano a fornire agli investitori maggiori informazioni, ma utilizzavano la loro capacità di comunicare come ponte verso la fiducia. Ed è proprio questo il punto.

Molti diranno: "Oh, sono tornato a leggere le lettere di Warren Buffet e sono così illuminanti". Credo che, per la maggior parte, non ci siano molte informazioni tecniche che la maggioranza delle persone non conoscesse già. Chi ha una formazione finanziaria comprende i concetti di Flusso di cassa, il Valore intrinseco e Margine di sicurezza. Tutto questo è chiaro. Ma le lettere di Buffett infondono un senso di fiducia inconscia. Il modo in cui Buffett descrive le cose ti dà l'idea di: "Ehi, non stai cercando di fregarmi". Buffett e Marks avevano più o meno un capitale permanente perché i loro investitori si fidavano. Tutti gli investitori di altri fondi, invece, durante un mercato negativo avrebbero voluto dire: "Non mi fido più di te. Me ne vado. Ridammi i miei soldi".

Ma quelli che seguivano Buffet o Marks non hanno fatto lo stesso, e questo è un enorme vantaggio competitivo. Buffett e Marks hanno usato i contenuti per infondere fiducia, la fiducia ha dato loro un capitale permanente e il capitale permanente ha dato loro un enorme vantaggio finanziario rispetto agli altri fondi d'investimento". - Morgan Housel

A presto,

Davide e Francesco

Primi cinque titoli con peso maggiore in portafoglio (ordinati alfabeticamente)	
ADOBE	Azione
AMAZON	Azione
MICROSOFT	Azione
NVIDIA	Azione
OCADO 10/2026 3,875%	Obbligazione