EOS CAPITAL

31/12/2023

Cari soci,

Come ogni anno, speriamo che abbiate trascorso un felice periodo natalizio con le vostre famiglie e che queste festività siano state un momento per stare insieme e condividere il calore tipico di questo periodo. Volevamo ringraziare tutti coloro che hanno partecipato al nostro primo evento annuale e che hanno contribuito a renderlo unico. Il nostro obiettivo è sempre stato diffondere il nostro pensiero e renderlo disponibile a chiunque, poiché siamo fermamente convinti che avere un'istruzione finanziaria sia necessario per conservare ed incrementare il proprio patrimonio nel tempo. La registrazione dell'evento è presente sul nostro sito (https://www.eoscapitalmi.com/) nella sezione eventi.

Andamento del portafoglio

PERIODO	MSCI WORLD INDEX*	EOS CAPITAL**
05/2022 – 12/2022	-7,0%	-4,0%
2023	+20,4%	+40,3%
Dalla fondazione	+12,0%	+34,7%

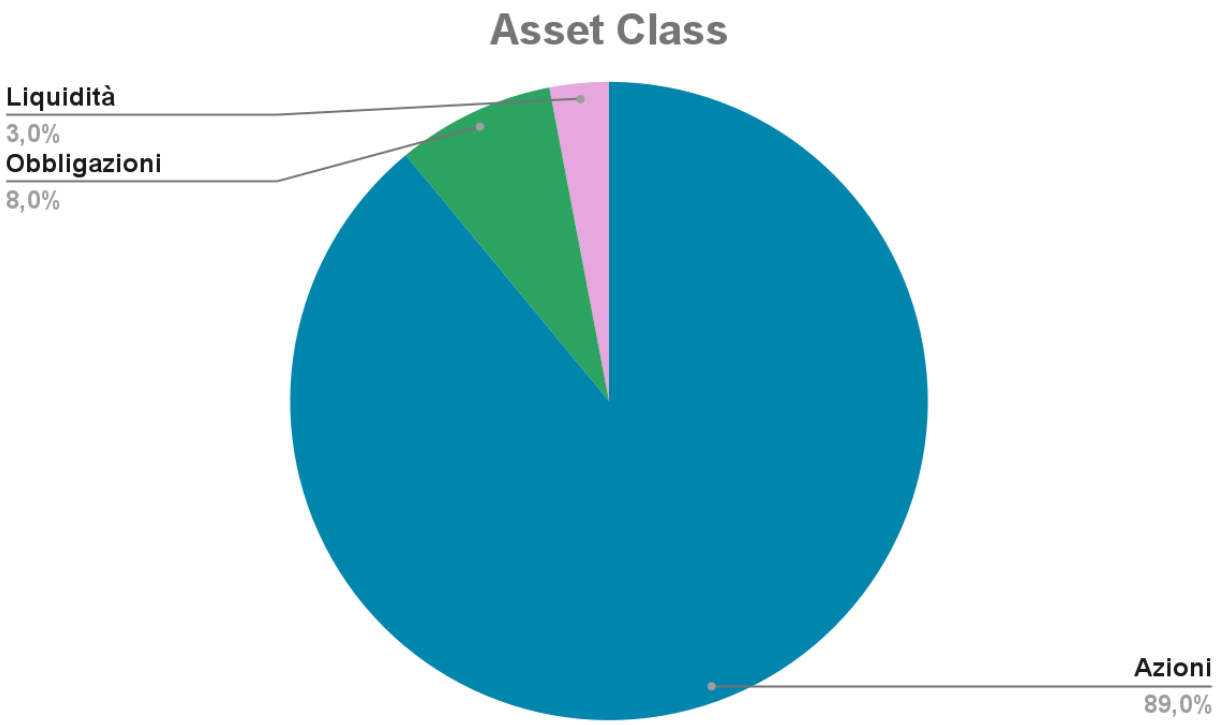
**Le performance sono calcolate in euro e sono al netto dei costi già pagati*
***La performance di Eos è una stima calcolata da noi*

Siamo molto contenti e soddisfatti dell'andamento di Eos. Come specificato più volte, questo percorso è solo all'inizio e questi risultati, seppur eccezionali, non pesano tanto su una visione di lungo periodo. La maggior parte dei business in portafoglio ha dimostrato una capacità innata nel superare momenti difficili, come gli ultimi due anni, confermando quanto sia fondamentale avere un modello solido ma flessibile per adattarsi ai cambiamenti.

Sebbene il 2023 sia stato per i mercati un anno particolarmente buono, i nostri investimenti hanno superato le nostre aspettative. Ciò ci rende felici e fieri delle nostre scelte; tuttavia, allo stesso tempo, ci preoccupa un po', anche se in maniera marginale, perché il nostro lavoro non è solo trovare business eccezionali che creino valore nel tempo, ma il tutto deve essere accompagnato da una valutazione ragionevole.

In portafoglio ci sono investimenti che hanno più che raddoppiato il loro prezzo dal nostro primo acquisto, in meno di 24 mesi. Questi movimenti così forti non sono normali, quindi rimaniamo molto concentrati su quello che succederà e su come i fondamentali dei nostri titoli si muoveranno in risposta agli stimoli esterni che il mondo continua incessantemente a fornire.

Siamo ragionevolmente sicuri che solo in pochissimi casi sia corretto vendere un investimento per la paura che questo sia troppo "caro". L'importante è rimanere fedeli al processo che abbiamo creato e cercare costantemente nuovi business interessanti da studiare, per migliorare costantemente il nostro portafoglio.



I tre motori del valore

La domanda che spesso ci siamo posti mentre analizzavamo i nostri investimenti è stata: cosa guida il valore di un titolo nel lungo periodo? Tralasciando la definizione classica che spesso abbiamo citato nelle nostre lettere, la quale fa riferimento alla generazione della cassa che una società produce nel corso della sua vita, riteniamo che si possano individuare tre motori principali che generano valore nel tempo.

Partiamo con un indovinello: qual sarebbe stato il rendimento di un titolo investendo dal 2000 a oggi se avesse quasi decuplicato i suoi utili (crescita annua del 10%) e avesse avuto una valutazione di 13 volte il P/E nel 2000 - link per conoscere meglio il concetto di P/E - e 19 volte nel 2022? Il nostro ritorno sarebbe stato quasi del 22% all'anno, ovvero 76x in 22 anni.

Come ha fatto a generare un tale guadagno solo crescendo del 10% all'anno ed incrementando la sua valutazione da 13 a 19 volte? Riacquistando le proprie azioni!

La società in questione, nel corso dei 22 anni, ha continuato a comprare le proprie azioni sul mercato, riducendo dell'83% il numero totale delle azioni disponibili, incrementando in maniera costante gli utili per azione.

Dopo questo breve indovinello, è chiaro che ogni titolo aumenta il suo valore nel tempo grazie a tre fattori principali:

1. La crescita degli utili/flusso di cassa.

2. Il multiplo a cui la società viene comprata (13 volte il P/E significa che siamo disposti a pagare 13 volte, in termini di prezzo, l'utile che la società genera): più questo indicatore è alto, più il titolo viene considerato "caro". Va sottolineato, tuttavia, che la valutazione è solo un elemento nell'analisi di un titolo, comprare qualcosa che non sia "caro" non ci dà la certezza di avere dei buoni rendimenti in futuro. Per noi sono molto più importanti le caratteristiche intrinseche del business.
3. La modifica del numero di azioni in circolazione (se due società producono 10 euro di utile all'anno, ma una ha 100 azioni sul mercato e l'altra 10, gli utili per azione della prima saranno di gran lunga minori della seconda) - ricordiamo che ogni persona può comprare almeno 1 azione, poiché le azioni non sono frazionabili.

Facendo un rapido calcolo per il rendimento che avremmo ottenuto nell'esempio in questione:

1. Gli utili sono cresciuti di 8,9 volte (10% all'anno).
2. Il P/E è aumentato da 13 a 19 (1,5 volte o 2% all'anno).
3. La società ha comprato l'83% delle sue azioni in circolazione, riducendo l'ammontare di 5,7 volte (8% all'anno).

8,9 x 1,5 x 5,7 = 76x (22% all'anno).

Il titolo di cui abbiamo parlato fino ad ora si chiama Autozone. In questo caso tutto ha funzionato alla perfezione, ma nella maggior parte delle volte non è così, purtroppo; in questo frangente l'unico vero ostacolo per un investitore sarebbe stato resistere per 22 anni, senza vendere il titolo. Quando diciamo che il nostro vero vantaggio competitivo è l'orizzonte temporale, non stiamo scherzando.

Ma come ha fatto Autozone a raggiungere questi risultati strabilianti? Ha continuato a crescere in maniera stabile nel tempo (durabilità del business), ha continuato a comprare azioni e non ha mai raggiunto valutazioni estremamente eccessive (considerate che l'S&P500, l'indice più famoso al mondo, dal 2000 ad oggi ha avuto una media di 17/18 il P/E).

Potremmo portarvi molti altri esempi come Autozone, ma l'importante è trasmettervi il perché alcune società riescono a battere il mercato. La condizione necessaria che porta al funzionamento dei tre motori del valore risiede principalmente nella qualità del business in cui si è investiti e nella capacità del management di guidare la società; quando questo accade, possono succedere cose straordinarie.

I tre motori del valore possono anche funzionare al contrario, portando una vera e propria distruzione non solo in termini di performance ma anche di vantaggi competitivi.

Non bisogna mai sovrastimare la crescita: dal 2009 al 2019 solo il 6% delle società americane ha avuto una crescita organica in termini di utili del 10% all'anno; la crescita è qualcosa di estremamente difficile da mantenere nel tempo, ipotizzare tassi elevati per periodi di tempo prolungati è nella maggior parte dei casi errato.

Bisogna dare la giusta importanza alle valutazioni: è pericoloso investire in un business estremamente caro, che sconta dei tassi di crescita molto elevati; il ritorno ottenuto da Autozone non sarebbe stato tale se avesse avuto un multiplo più elevato in origine (40/50/60 volte gli utili).

La longevità è la cosa principale: è meglio avere società longeve in portafoglio, piuttosto che avere società esplosive che esauriscono la loro forza nel tempo. I veri vantaggi competitivi che vi abbiamo descritto nelle nostre lettere sono frutto di anni di sacrifici e di scelte perfettamente ponderate da parte del management.

Il Ritorno sul Capitale Investito è la chiave di volta che le società hanno per continuare a crescere: operare in un business con un ritorno sul capitale elevato permette alle società di reinvestire parte della cassa che generano, generando a loro volta ulteriori guadagni per gli azionisti, ed allo stesso tempo potendo comprare azioni proprie. Una società che produce 10 impiegando 20 è molto più profittevole di una società che produce 10 impiegando 40, perché la prima riesce a reinvestire i propri profitti ad un tasso del 50%, mentre la seconda ad un tasso del 25%.

L'allocazione del capitale è di vitale importanza: le società che hanno un'allocazione di capitale efficiente nel tempo sono anche quelle che ottengono ritorni migliori, poiché sono capaci di scegliere la migliore opzione tra quelle disponibili. A voi piacerebbe investire in una società che distribuisce tutti gli utili sotto forma di dividendo senza interrogarsi sul quale sia il proprio ritorno sul capitale investito?

Una prova del nove che possiamo utilizzare per distinguere le società di qualità, è osservare attentamente cosa succede quando i prezzi dei titoli scendono:

- Se le società hanno il nostro stesso approccio, ovvero orientate al lungo periodo, ogni flessione nel prezzo delle azioni si trasformerà in un'occasione di acquisto. Non è raro trovare società che in tempi di mercati negativi accelerano il riacquisto di azioni proprie. Comprare le proprie azioni a prezzi più bassi è un ottimo modo per sbloccare valore nel tempo.
- Se una società comincia a fare acquisizioni in momenti di crisi, probabilmente conosce molto bene come allocare il capitale. Rubare quote di mercato, sfruttando la cassa generata nel tempo, permette a queste società di aumentare il proprio vantaggio competitivo, allargando la propria influenza ed il proprio business.

"Abbi paura quando tutti sono avidi, e sii avido quando tutti hanno paura" - Warren Buffet.

- Se una società tende a mettere in moto la cassa accantonata nel tempo, investendo all'interno della società stessa anche in periodi difficili, allora possiamo essere ragionevolmente sicuri di essere investiti in un business con un management esperto, che sa navigare nelle difficoltà.

Unendo tutto ciò che abbiamo descritto, è possibile riuscire a trovare società che possono avere la possibilità di conseguire ritorni superiori al mercato, senza prendere dei rischi troppo elevati o irragionevolmente estesi.

L'angolo della finanza

Nell'ultimo secolo l'attenzione verso i rischi finanziari e la loro gestione è notevolmente aumentata, diventando uno dei principali temi di dibattito tra gli operatori nel mercato finanziario e il regolatore.

All'interno del contesto operativo di EOS Capital ci piacerebbe condividere con voi quelli che sono i rischi finanziari associati alla nostra operatività e le azioni che poniamo in essere per mitigarli. Come sappiamo, l'attività principale di EOS è quella di investire in azioni e tali strumenti finanziari sono soggetti al cosiddetto rischio di mercato. Secondo la definizione classica, il rischio di mercato rappresenta la variabilità del valore di mercato di uno specifico strumento finanziario; in altre parole, un'attività si considererà più ad alto rischio quanto maggiore sarà l'oscillazione del suo valore in una data finestra temporale. I principali fattori, connessi ai rischi di mercato, che possono influenzare il valore degli attivi finanziari riguardano le variazioni di prezzo, tassi di interesse e cambio.

La misurazione del rischio di mercato non è stata sempre al centro dell'operatività degli operatori finanziari, ma soprattutto non è stata preoccupazione delle autorità di vigilanza fino ai secondi accordi di Basilea. Soltanto nei primi anni Ottanta le banche iniziarono ad interessarsi a questo argomento, predisponendo

misure per il suo calcolo; mentre, gli organi di vigilanza, non si pronunciarono in tal senso finché non vennero definiti con Basilea II i primi modelli per il calcolo del patrimonio a fronte del rischio di mercato. Una svolta significativa, che posò le basi per l'attuale misurazione, avvenne nel 1994 a seguito della pubblicazione di "RiskMetrics" da parte della banca d'investimento J.P. Morgan, in cui veniva illustrata una metodologia di misurazione del rischio di mercato rivoluzionaria: il *Value at Risk* ("Valore a rischio" o "VaR").

Il VaR si dimostrò una tecnica innovativa ed efficace in quanto riusciva a riassumere in un unico valore monetario la potenziale perdita che un soggetto poteva subire, in uno specifico orizzonte temporale e con una certa probabilità.

Ad oggi, la metodologia del VaR ha subito numerose modifiche, grazie sia all'impegno del regolatore e dei ricercatori, che alla potenza di calcolo delle nuove macchine in grado di elaborare numerosi dati in poco tempo; tali sviluppi hanno portato a una misurazione sempre più precisa e accurata rendendo la gestione dei rischi più efficace e, di conseguenza, contribuendo a creare un mercato finanziario più robusto.

All'interno di EOS Capital crediamo fortemente che un presidio volto alla misurazione e al monitoraggio dei rischi possa portare benefici in termini di integrità e salvaguardia degli investimenti effettuati.

Pillola di saggezza

"Ho imparato a comprare e non vendere.... La prosperità delle singole aziende crea più valore dei mercati finanziari. Con questo intendo dire che bisogna lasciare alle aziende il tempo di costruire i propri vantaggi competitivi e i propri punti di forza operativi. Potete ottenere ottimi risultati se restate investiti insieme a loro. La loro performance non sarà equiparabile a quella del mercato azionario in generale" — Martin J. Whitman

A presto,

Davide e Francesco

Primi cinque titoli con peso maggiore in portafoglio (ordinati alfabeticamente)	
ADOBE	Azione
AMAZON	Azione
MICROSOFT	Azione
NVIDIA	Azione
UPFIELD 05/2026 5,75%	Obbligazione