Strategist's Corner
Novembre 2026

L'ultimo cliente è il più redditizio

Ma il prossimo potrebbe ridefinire la curva dei costi.

Autore



Robert M. Almeida
Portfolio Manager e
Global Investment Strategist

In sintesi

- Internet 2.0 serviva l'ultimo cliente praticamente a costo zero.
- Con l'IA, acquisire, servire e fidelizzare il prossimo cliente potrebbe diventare più costoso.
- Pertanto, oggi, la selettività è più importante che mai.

Nei 27 anni che ho trascorso ad MFS, nel dipartimento investimenti si è affermata una massima: "l'ultimo cliente è il più redditizio." Una volta creata una piattaforma, uno stabilimento produttivo o una rete, i relativi costi fissi vengono assorbiti. I primi clienti aiutano a finanziare lo sviluppo dell'infrastruttura, mentre gli ultimi ne beneficiano.

Internet 2.0 ha amplificato questa logica. Una piattaforma consolidata era in grado di offrire un servizio a un nuovo utente a costi contenuti; parallelamente, l'aumento del numero di clienti migliorava la qualità dei dati, rafforzava la distribuzione e aumentava i costi di cambio di fornitore. Il costo per servire il cliente successivo diminuiva via via che aumentavano le barriere all'ingresso per i concorrenti, favorendo così l'espansione dei margini incrementali.

Queste dinamiche erano considerate normali dagli investitori, una convinzione del resto rafforzata dall'investimento passivo. In realtà, facevano parte di un ciclo del capitale unico nel suo genere, caratterizzato da una diminuzione dell'intensità di capitale e da una concorrenza scarsa.

Il prossimo cliente

Oggi, nella partita di UNO dell'economia, l'IA sta giocando la carta "Cambia giro".

Le aziende destinano maggiori capitali ai data center, ai sistemi di alimentazione e ai semiconduttori, oltre che agli stabilimenti produttivi e alle catene di approvvigionamento. Parallelamente, l'IA riduce i costi legati alla sperimentazione di nuove idee, attirando un numero maggiore di concorrenti verso i bacini di profitto.

L'ultimo cliente servito da una piattaforma esistente può continuare a generare profitti eccezionali, poiché l'investimento è già stato effettuato. Tuttavia, la prossima piattaforma potrebbe richiedere una base di capitale più consistente. Una volta raggiunta la piena capacità, un aumento della domanda potrebbe infatti richiedere un altro data center, una maggiore fornitura di energia elettrica o una linea di produzione aggiuntiva. Inoltre, per fidelizzare il cliente potrebbe essere necessario un prodotto migliore, più pubblicità, un servizio più efficiente o un prezzo più basso.

Come emerge dalla Figura 1, il prossimo dollaro di ricavi potrebbe comportare costi decisamente più elevati.

Figura 1: L'ultimo cliente e il prossimo



L'ultimo cliente sfrutta la base di capitale esistente. Il prossimo potrebbe ridefinire la curva dei costi.

Acquisire, servire e fidelizzare

Il prossimo cliente potrebbe comportare tre costi aggiuntivi.

Il primo è legato alla sua acquisizione: la distribuzione digitale e l'IA aumentano il numero di concorrenti, ma non le ore di una giornata. Per farsi notare potrebbero quindi essere necessari più contenuti e più iniziative di marketing.

In secondo luogo, c'è il costo del servizio. Il cloud sembra etereo, ma per funzionare ha bisogno di risorse costose in termini di energia, memoria e potenza di calcolo. Le società dell'Internet 2.0 spesso acquisivano nuovi utenti a costi incrementali pressoché pari a zero. Al contrario, molti servizi di IA richiedono maggiori risorse infrastrutturali man mano che l'utilizzo aumenta.

Il terzo costo è quello di fidelizzazione della clientela. I canali digitali e la flessibilità delle catene di approvvigionamento consentono agli specialisti di raggiungere i clienti senza dover ricreare l'organizzazione di un operatore consolidato. L'azienda leader potrebbe dover sostenere spese più elevate beneficiando, al contempo, di un minor pricing power.

Gli operatori storici non devono necessariamente scomparire perché la loro posizione economica si indebolisca: è sufficiente che la redditività del capitale marginale investito diminuisca. È proprio qui che la gestione attiva assume un ruolo fondamentale, in quanto permette di distinguere le aziende in grado di far fruttare il prossimo dollaro da quelle che spendono di più semplicemente per difendere quello precedente.

Crescita e rendimento non sono la stessa cosa

Supponiamo che un'azienda guadagni 10 dollari su un capitale di 100 dollari, in altre parole consegue un rendimento del 10%. Se per generare gli stessi 10 dollari fossero necessari 200 dollari, il rendimento scenderebbe al 5%. L'utile contabile rimane invariato, ma non il rendimento. Si tratta di una differenza importante per i prezzi azionari.

È infatti ciò che distingue i compounder dai titoli ciclici. Queste non sono etichette settoriali, bensì descrizioni di come si comportano i rendimenti in funzione dell'evoluzione del capitale e del panorama competitivo.

Un vero compounder reinveste conseguendo rendimenti interessanti lungo un intero ciclico. Un titolo ciclico, invece, può assomigliare a un compounder nei periodi di scarsità, quando ricavi, margini e rendimenti aumentano di pari passo. Ma i rendimenti elevati attraggono capitali e concorrenza, e se il prossimo cliente richiede una maggiore capacità proprio nel momento in cui il potere di determinazione dei prezzi si indebolisce, l'azienda potrebbe finire per prolungare un ciclo anziché accrescere il valore.

Gli investitori impiegano il termine "qualità" in modo troppo generico. Oggi qualità non significa semplicemente margini elevati. La qualità è la capacità di reinvestire in modo redditizio lungo un intero ciclo, sottraendosi alla matematica delle perdite. Il mercato può premiare chi cresce più rapidamente durante la fase di espansione, ma sono gli investitori a lungo termine a ottenere il rendimento sull'intero ciclo.

La domanda per gli investitori

Chiedersi con quale rapidità un'azienda è in grado di acquisire nuovi clienti non basta più. Occorre capire se il profitto derivante dal prossimo cliente supera il capitale necessario per acquisirlo, servirlo e fidelizzarlo.

Questo ci porta a tre verifiche: l'azienda genera attualmente un rendimento superiore al proprio costo del capitale? Riuscirà a reinvestire il prossimo dollaro ottenendo un rendimento interessante? E, aspetto ancora più importante, l'azienda riuscirà a conservare i propri guadagni anche dopo la reazione dei clienti e della concorrenza?

Il ciclo precedente ha premiato l'esposizione a fonti di profitto consolidate. Il ciclo emergente dovrebbe premiare la selettività. Un benchmark detiene le società con le loro ponderazioni attuali. Gli investitori fondamentali possono valutare se il prossimo dollaro di crescita crei valore prima che l'indice si adegui.

L'ultimo cliente potrebbe ancora essere quello più redditizio, ma nel prossimo ciclo di investimenti gli investitori non potranno più darlo per scontato. Gli investitori che oggi abbandonano la gestione attiva rischiano di fare un salto nel vuoto, rinunciando alla selezione proprio nel momento in cui questa inizia ad assumere maggiore importanza.

Strategist's Corner

Novembre 2026



I singoli titoli sono menzionati a scopo puramente illustrativo e non devono essere considerati alla stregua di una consulenza di investimento o di un'indicazione delle intenzioni di trading in relazione a qualsiasi prodotto di MFS.

Si ricorda che tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio, ivi compresa la possibile perdita del capitale investito.

Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

INFORMATIVA GLOBALE

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti -** MFS Investment Management; **America latina -** MFS International Ltd.

Si noti che in Europa e nella regione Asia-Pacifico, il presente documento può essere distribuito solo a professionisti dell'investimento e clienti istituzionali. In Canada il presente documento può essere distribuito solo a clienti istituzionali. In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato.

Nota per i lettori del Canada: pubblicato in Canada da MFS Investment Management Canada Limited. **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravvenga alla normativa locale; **Singapore -** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda -** MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong -** MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina -** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone -** MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento; **Per i lettori in Arabia Saudita, Kuwait, Oman ed Emirati Arabi Uniti (esclusi DIFC e ADGM). In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato. In Bahrein questo documento è destinato esclusivamente a istituzioni sofisticate: Le informazioni contenute nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali.** Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono e non devono essere interpretate come un'offerta, un invito o una proposta di offerta, una raccomandazione a presentare una richiesta, ovvero un parere o un'indicazione su un prodotto, un servizio e/o una strategia finanziaria. Sebbene sia stata posta la massima attenzione nell'assicurare l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento, non ci si assume alcuna responsabilità per eventuali errori, sbagli o omissioni o per qualsiasi azione intrapresa facendo affidamento su di esse. È possibile riprodurre, diffondere e utilizzare questo documento (o parte di esso) solo con il consenso di MFS international U.K. Ltd ("MIL UK"). Le informazioni contenute in questo documento hanno scopo puramente informativo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione al pubblico, che non vi deve fare affidamento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere dichiarazioni che non sono di natura puramente storica, ma che costituiscono invece "dichiarazioni previsionali". Queste includono, tra l'altro, proiezioni, previsioni o stime di reddito. Queste dichiarazioni previsionali si basano su determinate ipotesi, alcune delle quali sono descritte in altri documenti o materiali pertinenti. Se non doveste comprendere il contenuto del presente documento, vi consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato. Si prega di notare che qualsiasi materiale inviato dall'emittente (MIL UK) è stato inviato elettronicamente dall'estero. **Sudafrica -** Il presente documento e le informazioni in esso contenute non sono da intendersi e non costituiscono un'offerta pubblica di titoli in Sudafrica e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Sudafrica. Il presente documento non è stato approvato dalla Financial Sector Conduct Authority e neanche MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.