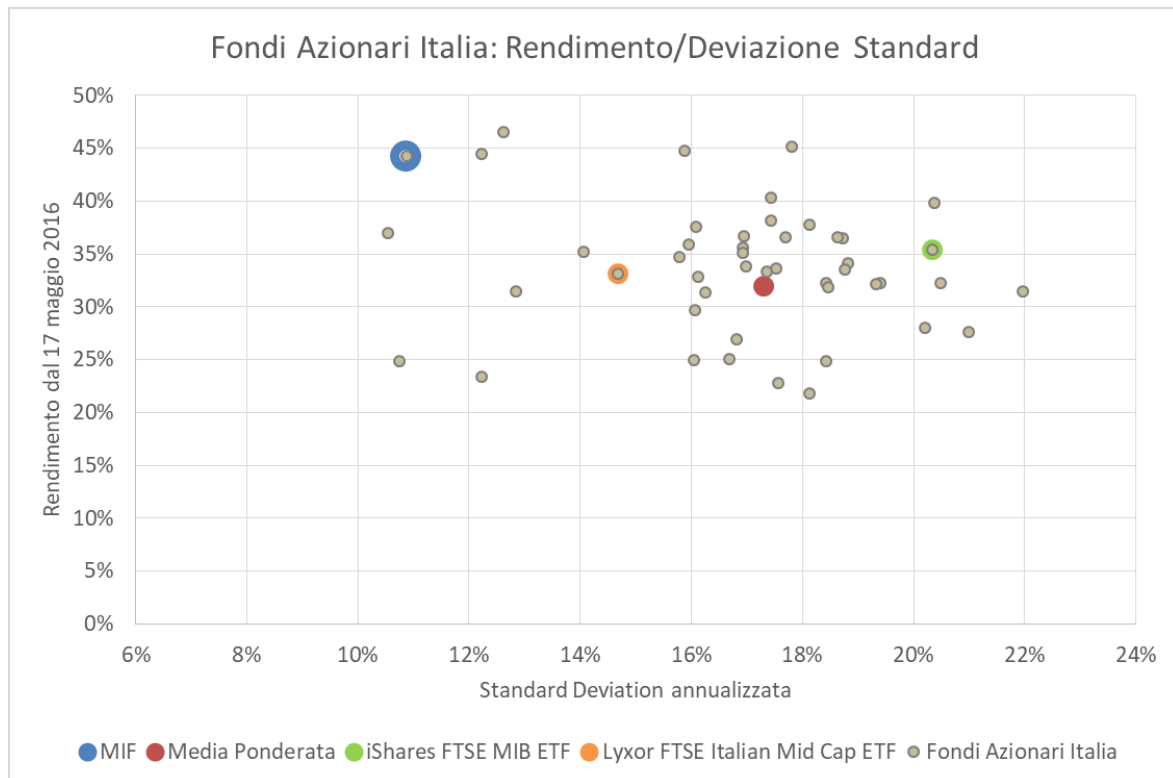


Lettera agli investitori – Primo trimestre 2018

Cari Investitori,

Il Made in Italy Fund (MIF) è sceso del 4,4% nel primo trimestre del 2018. Il rendimento dalla data di partenza (17 maggio 2016) è del 44,2%. I rendimenti sono al netto delle commissioni e di tutti i costi amministrativi.

Durante il trimestre, il MIF ha ridotto il proprio vantaggio rispetto all'universo dei fondi azionari italiani, il cui rendimento medio ponderato dalla data di partenza del MIF è di 31,9%:



Fonte: Factset

Il rendimento del MIF rimane ben al di sopra del rendimento del 33,1% dell'ETF più comparabile al MIF – il Lyxor Mid Cap Fund – e del 35,4% del principale ETF azionario italiano – l'iShares FTSE MIB.

Il rendimento del MIF continua ad essere accompagnato da bassa volatilità. La deviazione standard annualizzata dei suoi rendimenti giornalieri è del 10,9%, contro il 17,3% del fondo medio ponderato, il 14,7% dell'ETF Lyxor e il 20,3% dell'ETF iShares.

Primo trimestre 2018

Il nostro rendimento del -4,4% nel trimestre si confronta con un rendimento medio ponderato dello 0,4% per l'universo azionario italiano, -1,6% per l'ETF Lyxor e 2,7% per l'ETF iShares.

Il nuovo anno ha avuto un buon inizio a gennaio, con il Fondo in rialzo del 2,9%, sebbene al di sotto del mercato principale, il cui indice FTSE MIB è balzato del 7,9%, aiutato dal settore Finanziario, FCA e Ferrari. Come nel quarto trimestre dello scorso anno, tuttavia, il secondo mese del trimestre ha visto un forte calo, innescato questa volta da preoccupazioni sul ritmo della stretta monetaria negli Stati Uniti e, verso la fine del mese, da tensioni commerciali globali. Le elezioni generali italiane si sono svolte all'inizio di marzo e, come previsto, hanno portato ad un parlamento bloccato. Più forti del previsto, tuttavia, sono stati il successo del Movimento Cinque Stelle e la battuta d'arresto del Partito Democratico, che hanno impedito la desiderabile continuità del governo in carica. Allo stesso tempo, l'insuccesso del partito di sinistra di recente formazione ha rimosso lo scenario negativo della formazione di una loro coalizione di governo con i Cinque Stelle. La risoluzione dell'incertezza elettorale ha prodotto un rally del mercato nella prima metà del mese, successivamente riassorbito da un rinnovato nervosismo del mercato azionario globale nella seconda metà.

Tale maggiore volatilità ha lasciato il Fondo con un rendimento negativo nel trimestre, in linea con l'Europa (indice STOXX Europe 600 -4,7%, indice Euro STOXX 50 -6,1%) e leggermente indietro rispetto all'indice FTSE Italia Small Caps (-3,0%), ma in ritardo rispetto all'indice FTSE MIB, che ha chiuso il trimestre in rialzo del 2,8%, ben al di sopra della media ponderata dei fondi azionari italiani.

Come le società del nostro portafoglio hanno iniziato a riportare i risultati del 2017, vi è stata un'ampia dispersione delle reazioni dei prezzi. Sul versante positivo, Reno de Medici, un produttore di cartoncino bianco e cartoncino pieghevole, è aumentata del 60% nel trimestre, in aggiunta al suo rendimento del 67% nel 2017. Il MIF possiede il titolo sin dall'inizio, ad un prezzo medio di acquisto di 0,34 euro, contro 0,81 a fine trimestre.



Tale performance è un adeguato riconoscimento dell'impegno dell'azienda, guidato dal nuovo AD Michele Bianchi, ad aumentare i ricavi – in crescita del 19% a 570 milioni di euro nell'anno – migliorando drasticamente i margini operativi – l'EBIT è passato da 7.8 a 23.5 milioni e l'utile netto da 3,4 a 14,6 milioni. Noi siamo stati in grado di apprezzare e monitorare l'operato del management

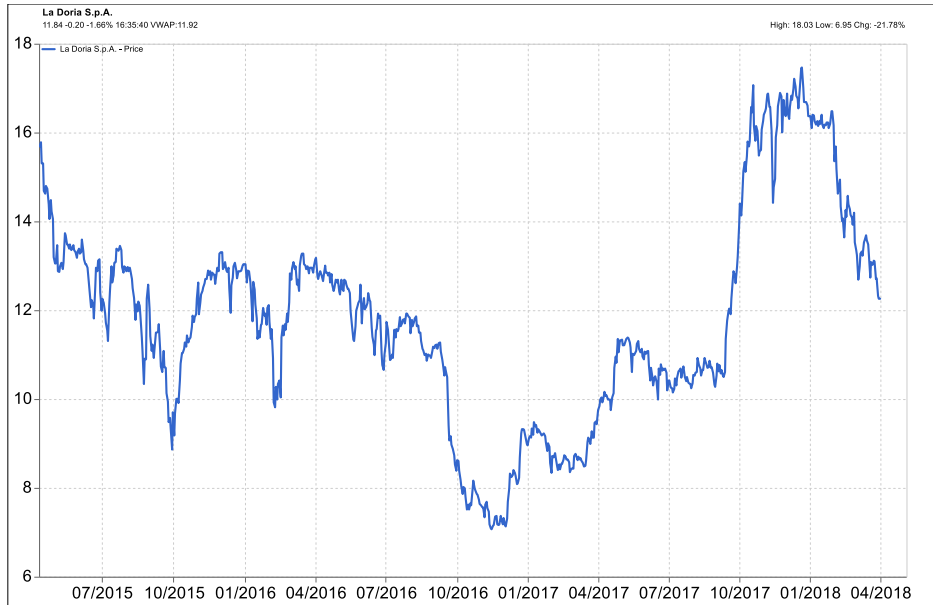
in diversi incontri negli ultimi due anni e siamo lieti di riportare che la nostra visione è stata premiata (qui un [link](#) a una recente presentazione aziendale).

Un'altra buona performance è arrivata da El.En., società produttrice di apparecchiature laser per uso medico e industriale, in crescita del 24% nel trimestre. Il MIF detiene anche questo titolo dall'inizio, ad un prezzo medio di acquisto di 18,1 euro.



La società ha riportato ricavi 2017 in crescita del 21% a 306 milioni, con un EBIT di 30,5 milioni, in crescita del 10% rispetto all'anno precedente (qui un [link](#) alla loro recente presentazione). Da notare che il prezzo di El.En. ha attraversato una fase di notevole volatilità nel 2017, iniziando l'anno a circa 24 euro, per poi salire a 34 a maggio e scendere fino a un minimo di 21 a novembre, chiudendo l'anno a 26. Tuttavia in tutto il periodo non abbiamo mai considerato di vendere la nostra posizione. Ogni azione è nel Fondo per il solo motivo che riteniamo che vi sia un sostanziale divario tra il suo valore intrinseco e il prezzo di mercato. Vendiamo le azioni solo se il divario si riduce oltre un certo margine di sicurezza. Il divario può ridursi in due modi: l'apprezzamento del titolo o una riduzione del suo valore intrinseco. La base del nostro processo di investimento è formare un'idea sull'azienda e trasformarla in una stima del valore intrinseco. Monitoriamo e sfidiamo costantemente le nostre stime in base alle notizie aziendali, ai risultati riportati e a qualsiasi altro sviluppo che possa influire sulla valutazione. Per sua stessa natura, tuttavia, la valutazione è una misura di lungo termine: il valore di un'azienda è la somma scontata dei suoi flussi finanziari nell'indefinito futuro. Quindi le fluttuazioni di breve termine dei risultati aziendali hanno un impatto limitato. Ad esempio, se un'azienda ha un 'brutto' trimestre, il suo valore intrinseco rimane praticamente invariato, a meno che – e questo è un punto chiave – i numeri riportati non segnalino il rischio di un mutamento strutturale e permanente della redditività o delle prospettive di crescita. Ma fintanto che queste rimangono intatte, un calo del prezzo non fa che aumentare il divario di valore e rendere il titolo più attraente, creando così un'opportunità per aumentare la nostra posizione e attendere pazientemente che il valore venga ripristinato.

Abbiamo trattato lo stesso tema nella nostra lettera del [terzo trimestre 2017](#), quando abbiamo discusso La Doria e del suo movimento da 7 euro a fine 2016 a 15 euro a fine settembre 2017. Il titolo ha poi chiuso l'anno sopra i 16 euro. Ma nel primo trimestre di quest'anno il prezzo è sceso nuovamente a poco più di 12 euro.



Non c'è stata alcuna ragione fondamentale per il calo di prezzo, la maggior parte del quale è avvenuta in realtà nel corso della discesa globale di febbraio, prima che la società riportasse i risultati del 2017 a metà marzo. I risultati sono stati positivi e superiori alle attese, accompagnati da un piano triennale rivisto che include 115 milioni di investimenti futuri, volti ad aumentare l'efficienza produttiva e i margini operativi, e a spostare ulteriormente il mix di prodotti verso segmenti a più alto valore aggiunto, come salse pronte e prodotti biologici. Il calo del 25% nel trimestre ha offerto ancora una volta una buona opportunità per aumentare la posizione in una società il cui la nostra stima di valore intrinseco è ben al di sopra del livello di prezzo di fine anno. Anche La Doria è in portafoglio sin dal lancio del Fondo, ad un prezzo medio di acquisto inferiore a 10 euro.

Un fenomeno simile si è verificato con Datalogic, una società che abbiamo discusso più volte, da ultimo nella nostra lettera del [quarto trimestre](#) 2017. Il calo è avvenuto questa volta dopo che il 21 marzo la società ha riportato i risultati del quarto trimestre.



Questi sono stati ancora una volta risultati record (qui il [link](#) alla loro presentazione), con una solida crescita dei ricavi e degli utili e un aumento del dividendo annuale da 0,30 a 0,50 euro per azione. L'unica "delusione" è venuta da qualche intoppo negli Stati Uniti – in sostanza un ritardo nel lancio di alcuni prodotti al dettaglio che, insieme a un impatto sfavorevole sui cambi, ha causato un calo delle vendite anno su anno del 4%. Ciò è costituito un buon motivo per alcuni investitori di ignorare tutto il resto (compreso un aumento delle vendite del 55% su base annua in Cina) e vendere le azioni, portando il prezzo del titolo a 25,5 euro alla fine del trimestre (-17% nel trimestre) e creando ancora una volta una buona opportunità di acquisto per investitori pazienti. Anche Datalogic è in portafoglio sin dal lancio, ad un prezzo medio di acquisto di 15,7 euro.

Un ulteriore esempio è stato il produttore di piastrelle in ceramica Panaria che, come La Doria, è stata colpita dal calo di febbraio, e come Datalogic – e per simili temporanei problemi negli Stati Uniti – ha subito un'ulteriore pressione dopo aver riportato i risultati del 2017 a metà marzo, chiudendo il primo trimestre in calo del -33% a 3,9 euro, nonostante che i risultati siano stati complessivamente buoni, accompagnati da un outlook positivo per il 2018 (qui il [link](#) alla loro recente presentazione). Panaria è in portafoglio da febbraio 2017, ad un prezzo medio di acquisto di 3,8 euro.



Questi e altri cali di prezzo ingiustificati – ad esempio Banca Ifis -23%, Gefran -17% – in concomitanza con alcuni importanti riscatti nel Fondo dovuti a prese di profitto, sono risultati in un trimestre difficile, in aggiunta al quarto trimestre 2017 negativo.

Questi movimenti di prezzo ci rendono più positivi per il resto dell'anno. Indubbiamente, il risultato elettorale non è stato quello favorito da noi o dal mercato. Un parlamento bloccato dominato da nuovi arrivati inesperti rischia di tradursi in un governo fragile e probabilmente in una nuova tornata elettorale prima della fine dell'anno. Ma allo stesso tempo significa che la probabilità che un nuovo governo adotti una posizione di sostanziale sfida all'UE – l'unico possibile sviluppo dirompente – rimanga remota, come si evince dalla stabilità del BTP a 10 anni, che a 1,80% è 15 punti base al di sotto del livello di fine anno e rimane 50 punti base al di sotto del livello di dodici mesi fa. Ciò non è motivo di compiacenza: dobbiamo rimanere vigili e aperti a un cambiamento di prospettiva. Ma, salvo rinnovate tensioni geopolitiche globali, continuiamo ad aspettarci un recupero dei titoli azionari italiani rispetto al resto dell'Europa, come illustrato nella nostra lettera del terzo trimestre 2017, e un recupero del vantaggio delle small caps rispetto alle large caps dopo la correzione degli

ultimi due trimestri. Rimaniamo quindi pienamente investiti e fiduciosi sull'accumulazione di valore incorporata nel nostro portafoglio.

La composizione settoriale del Fondo a fine trimestre è la seguente:

	Numero di società	% Peso
Prodotti manifatturieri	8	25.1%
Tecnologia elettronica	4	12.5%
Industria di processo	4	12.1%
Beni di consumo non durevoli	1	3.7%
Servizi commerciali	4	12.3%
Servizi alla distribuzione	1	2.8%
Servizi tecnologici	4	10.1%
Beni di consumo durevoli	3	8.1%
Servizi finanziari	3	10.3%
Vendite al dettaglio	1	1.2%
Totale	33	98.1%
Liquidità		1.9%

Il divario di valutazione

Un aspetto interessante di un processo di Investimento basato sul divario tra valore intrinseco e prezzo di mercato è la sua corrispondenza con altre metriche di valutazione. Una comune concezione del Value Investing associa il valore a un basso rapporto prezzo-utili o a misure simili, come il prezzo sul flusso di cassa, il prezzo sui ricavi, il prezzo sul valore di libro e il valore dell'impresa sull'EBITDA. C'è un ovvio senso in cui ciò è vero per definizione: un prezzo più basso implica un divario più alto e un rapporto più basso, e viceversa. Ma è importante comprendere che questo non equivale a dire che un divario *alto* implichi necessariamente un rapporto *basso*.

Il valore intrinseco di un'azienda è la somma scontata dei suoi flussi di cassa futuri. Questa è la base di qualsiasi forma di valutazione. Si può dimostrare che il rapporto prezzo-utili è l'output del modello più semplice, nel quale si assume che i profitti aziendali crescano a un tasso costante e siano distribuiti agli azionisti con un rapporto di pagamento costante. Ma tale modello non tiene conto della relazione tra redditività e crescita. Una società che riesce a generare un rendimento del capitale più elevato e che è in grado di accrescere i profitti a un tasso più alto per un lungo periodo di tempo merita una valutazione più elevata rispetto a un'azienda con un rendimento inferiore e più basse prospettive di crescita. Quindi potrebbe essere il caso che la prima abbia un divario di valutazione più elevato, e che sia quindi un investimento più attraente, nonostante abbia un rapporto prezzo-utili più alto (si veda [qui](#) per una schematica introduzione).

Un basso rapporto prezzo-utili, o un simile rapporto altrettanto basso, non dice nulla sull'attrattività di un investimento. Semplicemente usando bassi rapporti come criteri per la selezione dei titoli si rischia di spingere il portafoglio verso aziende mature che non hanno valore di franchising, e di allontanarlo da aziende in cui un vantaggio competitivo ben gestito giustifica un premio che può non

essere adeguatamente riflesso nel prezzo di mercato. La dicotomia convenzionale tra valore e crescita è una rappresentazione fuorviante del processo di investimento. Un investitore non ha bisogno di optare per l'uno o per l'altra: ha bisogno di costruire ipotesi di crescita ragionevoli e prudenti, nel contesto di un modello in cui l'azienda guadagna extra rendimenti di capitale in un determinato periodo di franchising, e di confrontare il risultante valore intrinseco all'attuale prezzo di mercato. Le società redditizie e in crescita possono essere investimenti pregevoli e attraenti e allo stesso tempo presentare rapporti più elevati rispetto alle società meno redditizie e a più bassa crescita.

La corretta misura del valore insito in un portafoglio azionario non è il suo rapporto prezzo-utili medio. È il suo divario di valutazione medio, o più precisamente mediano. L'attuale divario mediano nel portafoglio MIF è dell'85%.

- O -

Durante il primo trimestre, Bayes Investments Ltd. ha trasferito lo status di Appointed Representative da MET Facilities LLP a New College Capital Ltd. Ciò ha coinciso con un cambiamento nell'azionariato della Società, che ha visto la dipartita di alcuni azionisti individuali e l'arrivo di nuovi azionisti istituzionali.

I nuovi azionisti conferiscono a Bayes un'importante dotazione di conoscenza, esperienza e competenza, che riteniamo sarà estremamente vantaggiosa per il futuro della Società.

DISCLAIMER

Questo documento è stato preparato da Bayes Investments Limited, società registrata in Inghilterra e Galles. Bayes Investments Limited (FRN: 661233) è un Appointed Representative di New College Capital Ltd. New College Capital Ltd. (FRN 430986) è una società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito (FCA).

Questo documento non è destinato ai clienti Retail o a qualsiasi persona fisica o giuridica residente o ubicata in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione o uso sarebbe in violazione di leggi o regolamenti. Il documento è destinato a Soggetti Rilevanti, cioè a coloro che beneficiano di una deroga ai sensi dell'articolo 4.12 del Conduct of Business Sourcebook ("COBS") della FCA, o di una deroga al FSMA (Promotion of Collective Investment Schemes) (Exemptions) Order 2001.

Gli investimenti sono soggetti a una serie di rischi significativi. Gli investitori dovrebbero fare riferimento al Prospetto di Atomo Sicav, che contiene i dettagli di tali rischi. Ogni performance passata contenuta nel presente documento non costituisce alcuna garanzia di risultati futuri. Il valore degli investimenti e i redditi da essi derivanti possono variare. Il capitale è a rischio. Gli investitori devono avere la capacità finanziaria e la volontà di accettare tali rischi per un periodo indeterminato di tempo, e la perdita dell'intero investimento.

Questo documento può contenere dichiarazioni, termini ed espressioni previsionali. Questi contengono alcuni rischi e incertezze che potrebbero portare a variazioni significative rispetto alle attese. Nessuna garanzia può essere data a questo riguardo. Mentre Bayes Investments Limited ha adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare che le informazioni contenute in queste pagine siano accurate e aggiornate, nessuna responsabilità può essere accettata per eventuali errori o omissioni presenti in questo documento. In caso di dubbio circa la validità delle informazioni messe a disposizione in queste pagine, si consiglia di cercarne verifica e/o di contattarci.

Nulla in questo documento deve essere inteso come una promozione finanziaria ai fini della sezione 21 del Financial Services and Markets Act del 2000. Il contenuto di questo documento è fornito a scopo di informazione generale, e non costituisce un consiglio d'investimento, né un'offerta o sollecitazione ad effettuare un investimento. Inoltre, nulla in questo documento equivale a una raccomandazione personale o a un consiglio sui meriti di una qualsiasi operazione o servizio. Bayes Investments non è pertanto responsabile di fornire alcuna protezione. Si consiglia di cercare la propria consulenza legale, finanziaria e fiscale prima di agire su qualunque informazione contenuta nel presente documento.

La consulenza professionale dovrebbe sempre essere ricercata prima di agire o di fare affidamento su qualsiasi informazione. Non ci assumiamo alcuna responsabilità per eventuali perdite risultanti da un affidamento sulle informazioni contenute nel nostro documento.