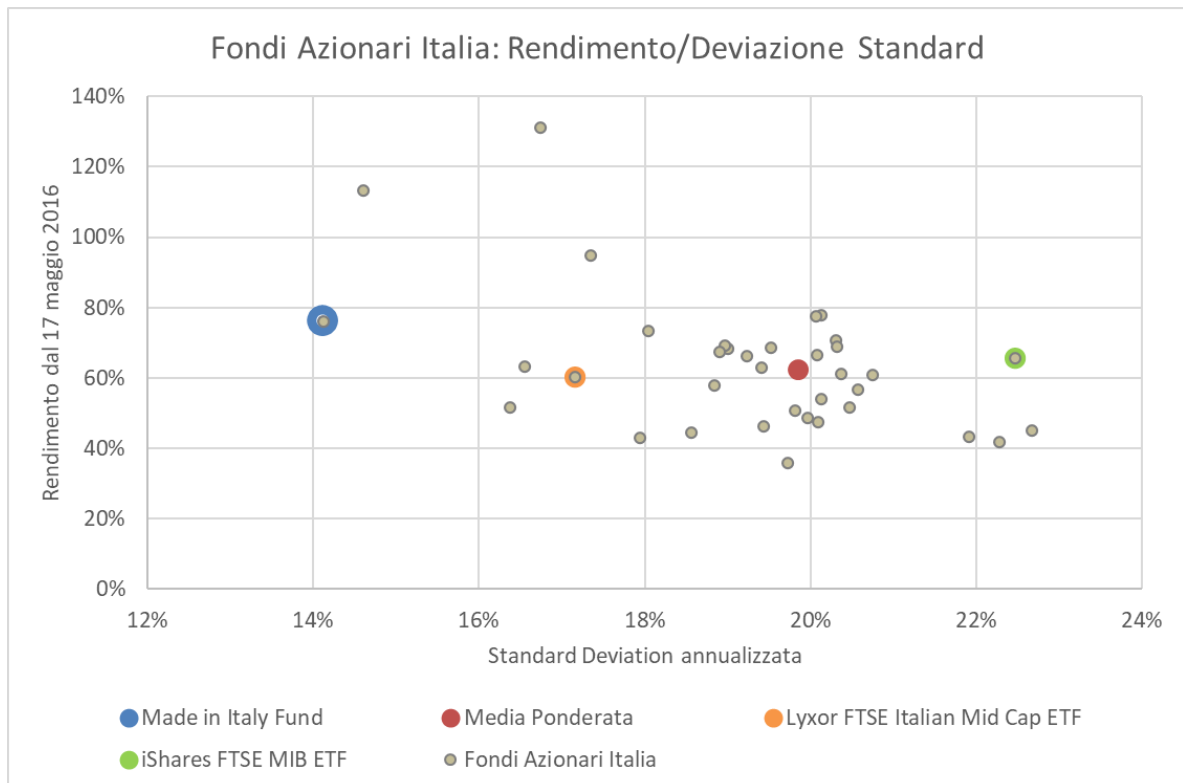


Lettera agli investitori - Secondo trimestre 2021

Cari investitori,

Il Made in Italy Fund (MIF) ha avuto un rendimento del 16,5% nel secondo trimestre del 2021. Il rendimento dalla data di lancio (17 maggio 2016) è del 76,1%. I rendimenti sono al netto delle commissioni e di tutti i costi amministrativi.

Nel trimestre il MIF è stato di nuovo in vantaggio rispetto all'universo dei fondi azionari italiani, il cui rendimento medio ponderato dalla data di partenza del MIF è del 62,1%:



Fonte: Factset

Il rendimento del MIF è superiore al rendimento del 60,4% dell'ETF più comparabile – il Fondo Lyxor Mid Cap – e al 65,6% del principale ETF azionario italiano – l'iShares FTSEMIB.

Il rendimento del MIF continua ad essere accompagnato da una minore volatilità. La deviazione standard annualizzata dei suoi rendimenti giornalieri è del 14,1%, rispetto al 19,9% del fondo medio ponderato, il 17,2% dell'ETF Lyxor e il 22,5% dell'ETF iShares.

Secondo trimestre 2021

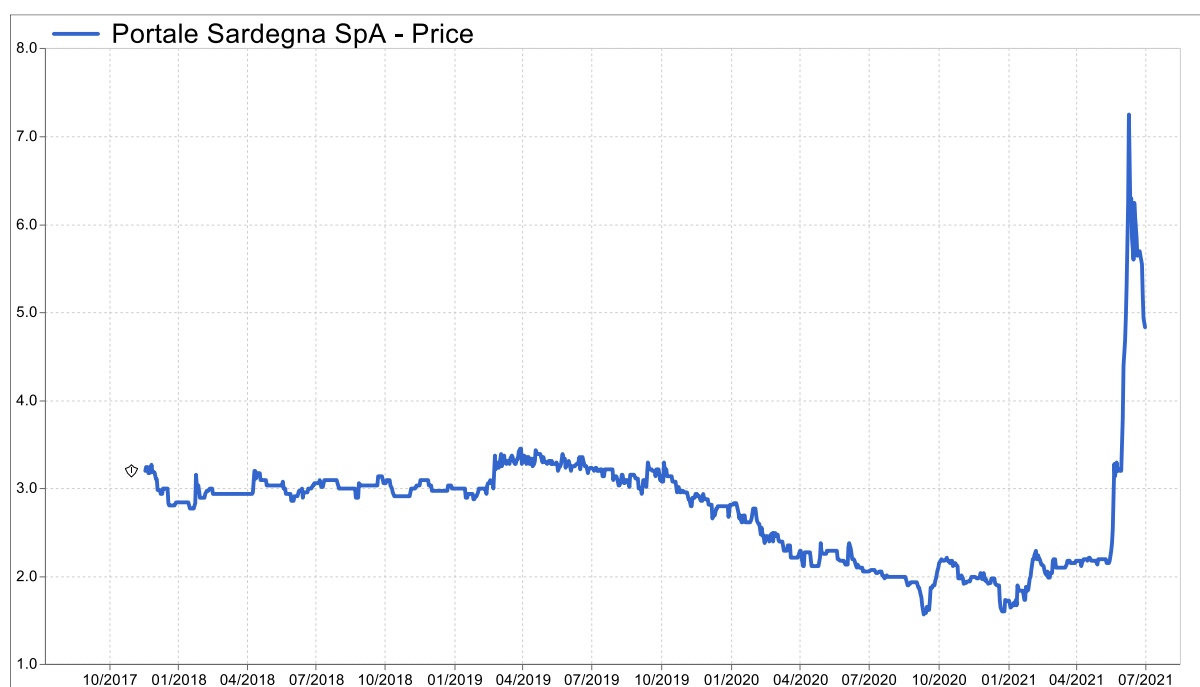
Il nostro rendimento del 16,5% nel trimestre si confronta con un rendimento medio ponderato del 6,6% per l'universo dei fondi azionari Italia, del 12,0% per l'ETF Lyxor Mid Cap e del 3,1% per l'ETF iShares FTSE MIB.

Nel primo semestre dell'anno, il MIF è su del 36,1%, contro il 18,6% del fondo medio ponderato, il 26,0% per l'ETF Lyxor ed il 14,6% per l'ETF iShares.

Il nostro trend al rialzo è proseguito nel secondo trimestre allo stesso ritmo del primo, ma più decisamente davanti alla media dei Fondi italiani e al principale indice di mercato in ciascuno dei tre mesi. Il nostro NAV è ora saldamente davanti al suo High Watermark in tutte e quattro le classi del Fondo.

Ancora una volta, la maggior parte dei nostri titoli ha registrato forti progressi nel trimestre. E ancora una volta, ne evidenziamo i primi tre.

Il top performer è stato [Portale Sardegna](#) – in rialzo del 122%.



Abbiamo acquistato il titolo nel [terzo trimestre 2020](#) a meno di 2 euro per azione e abbiamo accumulato la posizione nel quarto trimestre a circa lo stesso prezzo. All'epoca avevamo detto che l'azienda era la più piccola del nostro portafoglio – una capitalizzazione di mercato di soli 4 milioni – ma che pensavamo fosse instradata su un grande futuro. Nove mesi dopo, è ancora la più piccola, ma la sua capitalizzazione di mercato è raddoppiata a 8 milioni e crediamo che il suo futuro sia ancora più luminoso.

Il secondo top performer è stato [EdiliziAcrobatica](#), in rialzo del 120%.

Abbiamo introdotto la società nella nostra [lettera del primo trimestre 2019](#), poco dopo l'acquisto in IPO a novembre 2018 a 3,33 euro per azione (più warrant gratuiti). Il titolo ha iniziato subito la sua salita – sfidando bravamente la tendenza ribassista prevalente nel quarto trimestre 2018 – e nel terzo trimestre del 2019 è salito sopra gli 8 euro. Ha poi invertito il suo corso, precipitando infine sotto i 3 euro nel periodo del panico Covid del primo trimestre 2020. Abbiamo colto questa

occasione per accumulare la nostra posizione nel tempo, ad un prezzo medio di acquisto che attualmente si attesta a 5,5 euro, il 58% in meno rispetto al livello di prezzo di 13 euro raggiunto a fine trimestre. Grazie al nostro costante acquisto e al forte apprezzamento da inizio anno, il titolo rappresenta ora la nostra maggiore posizione, che recentemente abbiamo dovuto tagliare per rimanere entro il vincolo UCITS che limita ogni posizione al di sotto del 10% del NAV.



Il terzo top performer è stato [Labomar](#), in rialzo del 61%.

Abbiamo acquistato anche questo titolo nel terzo trimestre 2020, insieme a Portale Sardegna, al prezzo di IPO di 6 euro, e allo stesso modo abbiamo proceduto ad accumulare la posizione ad un prezzo medio corrente di 7,3 euro – metà del livello raggiunto a fine trimestre.



Doxee, il top performer dello scorso trimestre, ha continuato la sua ascesa, con un ulteriore 54% nel trimestre e 164% da inizio anno. Forte anche l'altro top performer **Sebino**, in crescita del 38% nel trimestre e del 116% da inizio anno, mentre **Intred** si è presa una pausa – in crescita solo del 5% nel trimestre ma del 61% nel primo semestre dell'anno. L'IPO dello scorso trimestre **Vantea Smart** è salita del 49% nel secondo trimestre, così come l'altro IPO del terzo trimestre 2020 **Reti**, in aumento del 46%. Forte anche **Longino & Cardenal**, in crescita del 42%.

Durante il trimestre siamo usciti da due posizioni, abbiamo acquistato una nuova posizione e partecipato ad una nuova IPO.

La nuova società in portafoglio è [Eurotech](#). È un produttore di 1) schede e moduli per computer per applicazioni embedded 2) Piattaforme hardware robuste per infrastrutture edge 3) Applicazioni intelligenti per l'archiviazione e la comunicazione dei dati 4) High Performance Embedded Computing 5) Soluzioni IoT hardware e software. L'azienda serve una varietà di industrie e settori, tra cui trasporti, energia, sanità, difesa e aerospaziale.

Abbiamo cominciato a seguire questa interessante società sin dalla partenza del Fondo, ma ne siamo rimasti lontani – pur vedendo il suo prezzo salire da 1,3 euro ad inizio 2018 a 9,7 a fine 2019 – poiché ritenevamo che il suo management mancasse di chiarezza e di senso di scopo. Il prezzo è poi tornato giù, toccando un minimo di 3,3 euro a fine 2020 – poco prima che Antongiulio Marti – investitore in Eurotech da inizio 2019 e successivamente membro del Consiglio di Amministrazione – entrasse in [Bayes Investments](#) come co-gestore del Made in Italy Fund. Antongiulio è stato in prima linea nella rifocalizzazione strategica di Eurotech, culminata con la nomina di un [nuovo CEO](#) ad aprile di quest'anno. La società ha un valore di mercato di 160 milioni di euro e ha chiuso il 2020 con ricavi per 69 milioni, in calo rispetto ai 110 milioni dell'anno precedente. Ma il 2019 era stato un anno eccezionale per Eurotech, che da quando è arrivata sul mercato alla fine del 2005 aveva mostrato nella maggior parte degli anni ricavi piatti o in calo, con una redditività scarsa o negativa. Crediamo tuttavia che ora ci siano le premesse affinché l'azienda possa realizzare il suo grande potenziale, concentrandosi sulla sostenibilità del mix di ricavi e su una strategia di marketing rimodellata.

La nuova IPO è [The Italian Sea Group](#). L'azienda progetta, costruisce yacht e grandi navi. La sua divisione Shipbuilding costruisce e vende su misura superyacht di lusso e navi, lunghi da 20 a 100 metri, con i marchi Admiral e Tecnomar. La divisione NCA Refit fornisce servizi di refitting per i propri yacht e per barche a motore e a vela costruite da terze parti. La società ha un valore di mercato di 280 milioni di euro ed è cresciuta rapidamente negli ultimi anni, raggiungendo ricavi per 116 milioni di euro nel 2020 con un margine EBITDA del 13%, che dovrebbero salire a 160 milioni nel 2021 con un margine del 16% e a 250 milioni entro il 2024 con un margine del 17%. L'azienda gestisce linee di produzione efficienti, basate sull'assunzione di ordini piuttosto che sull'inventario, con clienti che pagano rate iniziali lungo un ciclo di produzione sequenziale, garantendo così la visibilità dei ricavi e riducendo al minimo i rischi. Abbiamo pagato un prezzo IPO di 4,9 euro per azione all'inizio di giugno, che è salito a 5,7 a fine mese.

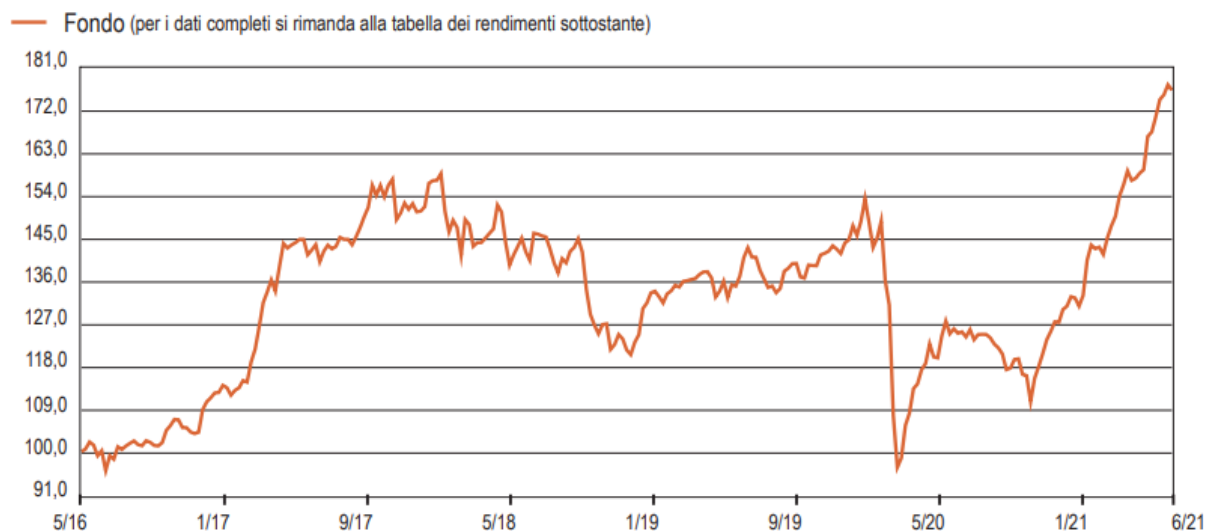
L'attuale composizione settoriale del Fondo è la seguente:

	Numero di società	% Peso
Prodotti manifatturieri	5	14.1%
Tecnologia elettronica	2	4.6%
Industria di processo	3	8.5%
Beni di consumo non durevoli	1	1.9%
Beni di consumo durevoli	1	2.5%
Servizi Industriali	2	9.3%
Servizi commerciali	4	10.4%
Servizi al consumo	2	7.5%
Servizi tecnologici	9	26.8%
Tecnologia sanitaria	1	2.9%
Comunicazione	1	3.4%
Servizi di pubblica utilità	2	3.8%
Totale	33	95.6%
Liquidità		4.4%

Cinque anni difficili

Il nostro rendimento del 76,1% in poco più di cinque anni corrisponde a un rendimento annualizzato dell'11,7% per anno. Si tratta di un risultato interessante, soprattutto se guardiamo indietro alla mole di problemi che abbiamo attraversato nel corso del periodo (il grafico qui sotto è dal nostro Factsheet, che viene aggiornato mensilmente [qui](#)):

Grafico Performance (crescita 100) - Da Inizio Gestione: osservazioni settimanali



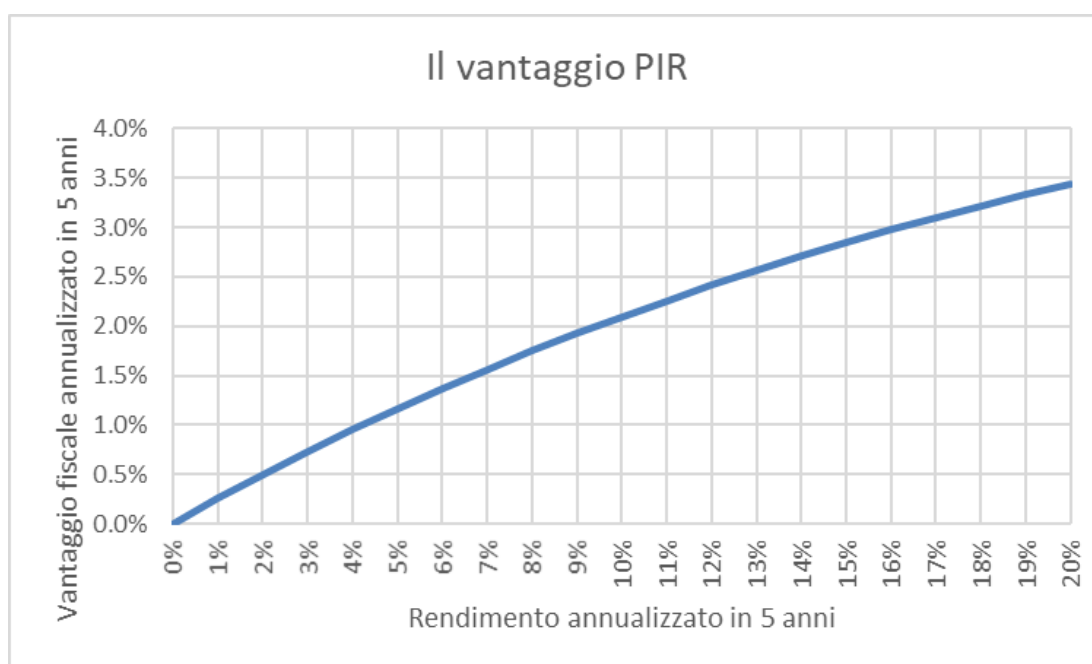
Il Fondo è stato lanciato nel maggio 2016 e ha compiuto progressi costanti fino a gennaio 2018. È poi iniziata una fase negativa, aggravata per noi dai rilevanti rimborsi ad inizio 2018, dalle turbolenze politiche italiane a metà anno e dal crollo delle borse globali nell'ultimo trimestre. Abbiamo avuto

una buona ripresa nel 2019, fino a quando il panico Covid ha colpito e – per un tempo fortunatamente breve ma estremamente arduo – ci ha riportato al punto di partenza. È poi seguito un deciso rimbalzo nel secondo trimestre del 2020, e poi un ritracciamento fino all'inizio di novembre, che si è rivelato essere la premessa – *reculer pour mieux sauter*, come dicono i francesi – per la ripida ascesa che abbiamo visto negli ultimi otto mesi.

Un [Rip Van Winkle](#) che avesse dormito per tutto il periodo si sarebbe svegliato 76% più ricco. Ma per noi, da svegli, è stato un viaggio avventuroso, debitamente commentato nelle [lettere trimestrali agli investitori](#). Siamo grati a quegli investitori che sono rimasti con noi per tutto o per la maggior parte del periodo, attraverso momenti buoni e brutti, sempre interessati alla nostra prospettiva e pronti ad aumentare il loro investimento nei momenti opportuni. Investire a lungo termine è un principio che la maggior parte degli investitori approva in teoria, ma molti meno hanno la determinazione necessaria ad aderirvi in pratica.

Come saranno i prossimi cinque anni? Non lo sappiamo. Ma ci sembra ragionevole aspettarci che non saranno così duri come gli ultimi cinque. Quindi il nostro rendimento potrebbe superare quello che abbiamo ottenuto finora. Come continuiamo a dire, il mercato azionario italiano è pieno di buone opportunità di investimento e molte altre interessanti aziende entreranno in scena nei prossimi anni. Anche il quadro macroeconomico italiano, che in passato non è quasi mai stato un fattore positivo, sembra volto ad accrescere l'attrattività del nostro mercato. Naturalmente, vedremo ancora alti e bassi e continueremo a guidare i nostri investitori attraverso il labirinto nel miglior modo possibile, sapendo che i migliori investitori sono coloro che capiscono cosa facciamo e rimangono con noi in tempi di volatilità.

Inoltre, come abbiamo insistito di recente, gli investitori residenti in Italia godranno di un enorme vantaggio fiscale nei prossimi cinque anni se investiranno nel nostro fondo attraverso un conto PIR. Un rendimento annualizzato non tassato del 12% corrisponde a un rendimento tassato del 9,4% con un'imposta sulle plusvalenze del 26% – pari ad un vantaggio del 2,4% all'anno – o di più, se il rendimento annualizzato risulterà essere più elevato:



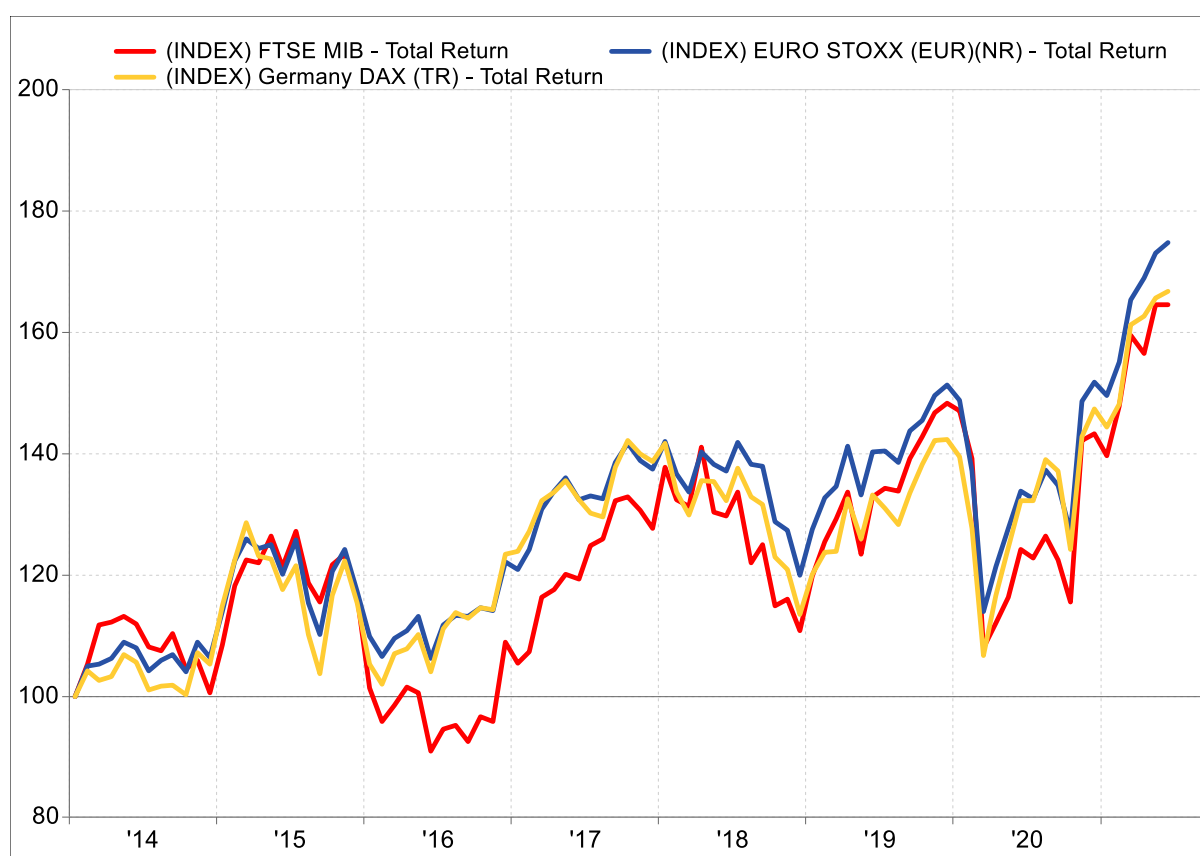
Un buon rendimento atteso, un grande vantaggio fiscale e il piacere di contribuire alla crescita delle migliori piccole imprese del paese: una grande combinazione di guadagno finanziario e sano

patriottismo che i nostri amici britannici ci assicurano sarebbe estremamente attraente se fosse disponibile nel Regno Unito.

L'illusione della diversificazione geografica

Per quanto riguarda gli investitori non italiani, ribadiamo il punto fatto nella nostra lettera del [secondo trimestre 2020](#). C'è stato un tempo, negli anni '80 e '90 del secolo scorso, in cui aveva senso distinguere tra i mercati azionari europei e pensare all'allocazione per paesi. Ma con il progredire dell'integrazione europea nel nuovo secolo, gli indici nazionali sono diventati più strettamente correlati e l'allocazione per paesi è stata stabilmente sostituita da un approccio paneuropeo.

Questo è il grafico che abbiamo mostrato a pagina 6 della lettera, aggiornato al presente. Abbiamo anche aggiunto l'indice Euro Stoxx:



Che senso ha distinguere tra azioni italiane e tedesche quando i rendimenti dei loro indici sono correlati al 90%? Il vantaggio dell'investimento paneuropeo non sta nell'abilità di allocare tra paesi, ma nell'ampiezza delle opportunità di selezione delle azioni. Perché limitare la scelta a poche centinaia di azioni italiane quando si può scegliere tra migliaia in tutta Europa?

Questa è una domanda legittima. Ma abbiamo una risposta: intensione contro estensione. È ovviamente vero che un universo di scelta più ampio contiene un maggior numero di investimenti interessanti. In effetti, la maggior parte dei 'value investors' come noi predilige un approccio globale non vincolato, che permetta di scegliere qualsiasi società, ovunque sia quotata. Suona bene, e non c'è niente di sbagliato in ciò – purché si sia in grado di riconoscere che esiste un compromesso pratico tra larghezza e profondità.

È vero che l'universo di scelta degli investitori globali e paneuropei comprende Intred. Ma quanti di loro conoscono l'azienda, la possiedono, o l'hanno addirittura acquistata in IPO nel 2018, ad un settimo del prezzo di oggi? Quanti conoscono Portale Sardegna, EdiliziAcrobatica e Labomar? E se sì, quanto è profonda la loro conoscenza? Alcuni di loro potrebbero aver esaminato qualche numero, letto qualche rapporto, anche presieduto una riunione di gruppo con il management dell'azienda in qualche conferenza. Ma è sufficiente per assumere una posizione significativa nel titolo?

Ecco perché, sebbene abbiano l'imbarazzo della scelta in teoria, la maggior parte dei fondi globali value possiede in pratica solo poche aziende italiane – Fiat e Ferrari sono state le preferite di recente – e solo una manciata ha la dedizione e le risorse per avventurarsi un po' più a fondo. Si può sapere poco di molte aziende, o molto di poche aziende. Noi abbiamo scelto quest'ultima strada, puntando su un luogo – il mercato azionario italiano – che è e continuerà ad essere pieno di interessanti opportunità di investimento.

I nostri investitori internazionali hanno compreso questo punto – comprano società, non paesi – e hanno raccolto i benefici della loro lungimiranza negli ultimi cinque anni. Speriamo che ne seguiranno altri nei prossimi cinque.

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.