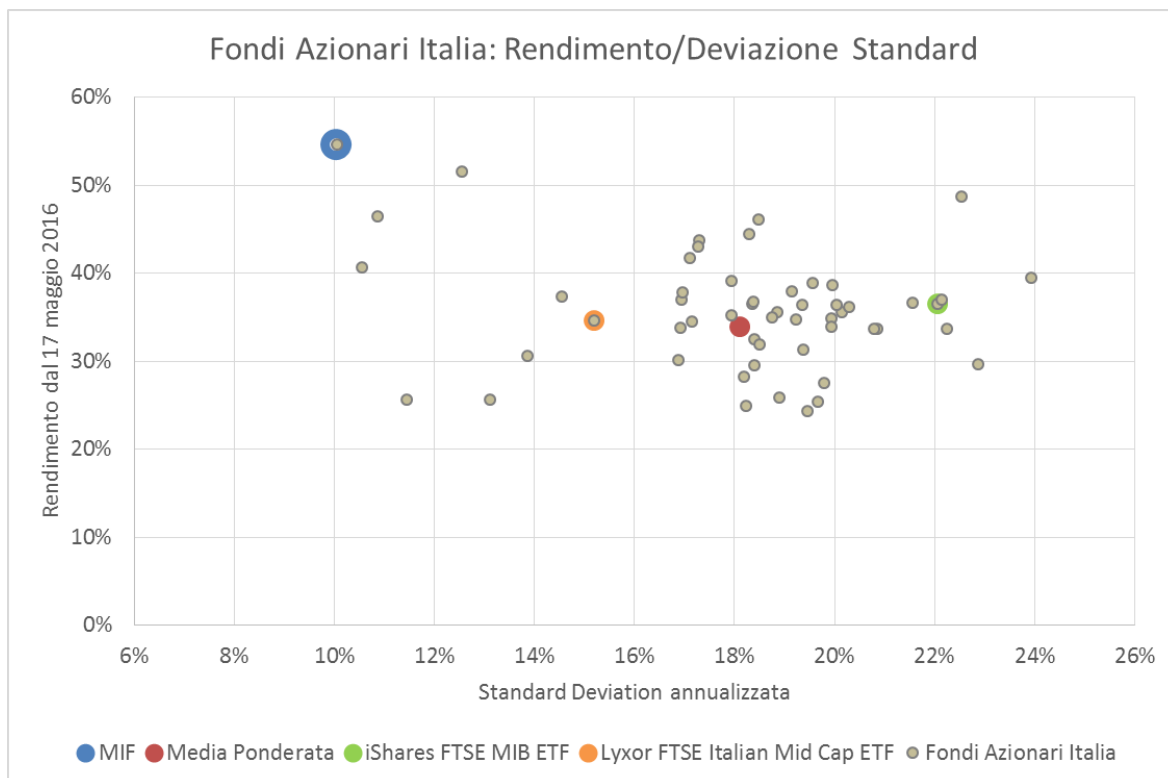


Lettera agli investitori – Terzo trimestre 2017

Cari Investitori,

Il Made in Italy Fund (MIF) ha avuto un rendimento del 10,5% nel terzo trimestre del 2017. Il rendimento dalla data di partenza (17 maggio 2016) è del 54,6%. I rendimenti sono al netto delle commissioni e di tutti i costi amministrativi.

Nel corso del trimestre, il MIF ha continuato ad accrescere il suo vantaggio sull'universo dei fondi Azionari Italia, il cui rendimento ponderato dalla data di partenza del MIF è 33,8%:



Fonte: Factset

Il rendimento del MIF è anche largamente al di sopra del 36,6% registrato dal principale ETF azionario Italia – l'iShares FTSE MIB – e del 34,6% dell'ETF più comparabile al MIF – il Lyxor Mid Cap Fund.

Il rendimento del MIF continua ad essere accompagnato da una bassa volatilità. La deviazione standard annualizzata dei suoi rendimenti giornalieri è del 10,0%, contro il 18,1% della media ponderata dei fondi, il 22,1% dell'ETF iShares ed il 15,2% dell'ETF Lyxor.

Terzo trimestre 2017

Il nostro rendimento del 10,5% nel trimestre si confronta con un rendimento medio ponderato del 9,2% per l'universo dei fondi Azionari Italia, del 10,7% per l'ETF iShares e del 8,9% per l'ETF Lyxor.

Nei nove mesi a settembre, il MIF ha reso il 39,2%, contro il 23,3% della media ponderata, il 20,7% per l'ETF iShares e il 33,2% per l'ETF Lyxor.

Smentendo le previsioni di un declino estivo, le azioni italiane ed il MIF sono avanzati in ciascuno dei tre mesi del trimestre, accelerando a settembre. Nel corso del trimestre, il fondo ha venduto una posizione che, ad un prezzo più che raddoppiato dal livello dal primo acquisto dello scorso ottobre, ha chiuso una gran parte del divario rispetto alla nostra stima del valore intrinseco; e ha acquisito due nuove posizioni, una delle quali è un altro IPO: Neodecortech, produttore di carta stampata décor, laminato, film melaminico e altri materiali per l'industria del mobile e del pavimento (le immagini della nostra recente visita al loro impianto di Filago, nei pressi di Bergamo, sono sul nostro [sito Instagram](#)).

Le nostre aspettative sul mercato restano invariate. I titoli in portafoglio continuano ad essere valutati a sconto sul loro valore intrinseco. Se e quando il divario viene ridotto, attraverso un apprezzamento o una modifica della valutazione, essi vengono sostituiti da nuovi titoli con prezzi più attraenti. Continuiamo a trovare e a valutare molte nuove opportunità di investimento.

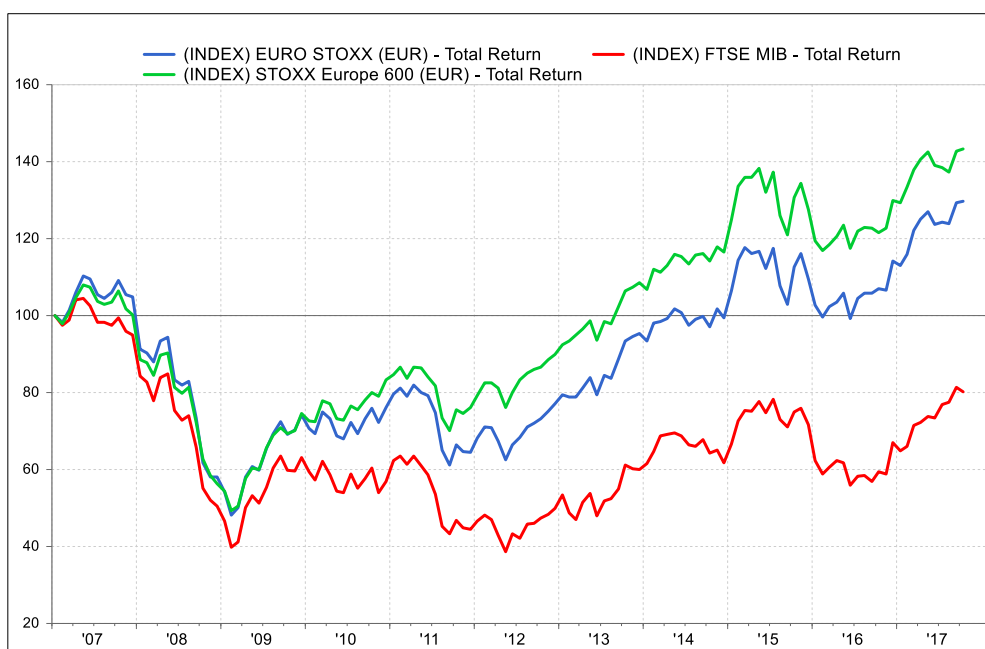
La composizione settoriale del fondo a fine trimestre è la seguente:

	Numero di	
	società	% Peso
Prodotti manifatturieri	6	20.1%
Tecnologia elettronica	4	15.1%
Industria di processo	4	11.3%
Beni di consumo non durevoli	2	6.4%
Servizi commerciali	4	13.8%
Servizi alla distribuzione	1	3.0%
Servizi tecnologici	4	9.1%
Beni di consumo durevoli	2	6.4%
Servizi finanziari	3	10.1%
Vendite al dettaglio	1	2.2%
Totale	31	97.5%
Liquidità		2.5%

Azioni italiane

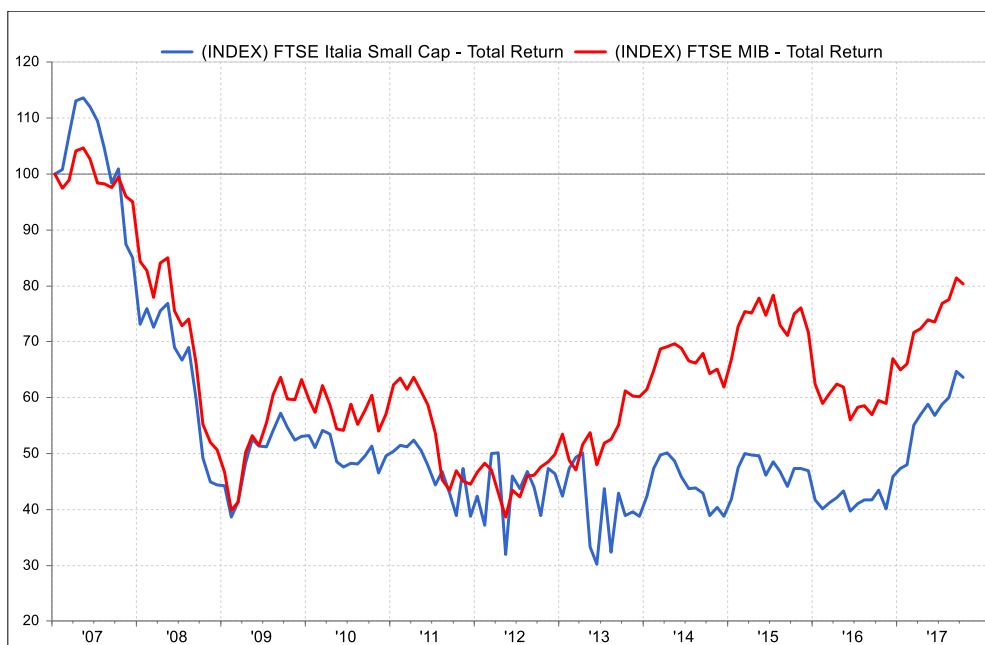
Il mercato azionario italiano è stato in forte ascesa quest'anno, aiutato da un miglioramento del quadro macroeconomico europeo e dall'introduzione della legislazione sui PIR. Riteniamo tuttavia che sarebbe sbagliato concludere – come alcuni commentatori hanno fatto – che esso sia ora in un'area di sopravvalutazione.

A differenza della maggior parte degli altri mercati europei, le azioni italiane devono ancora riconquistare il loro livello pre-2008, e il loro divario rispetto al resto d'Europa rimane sostanziale:



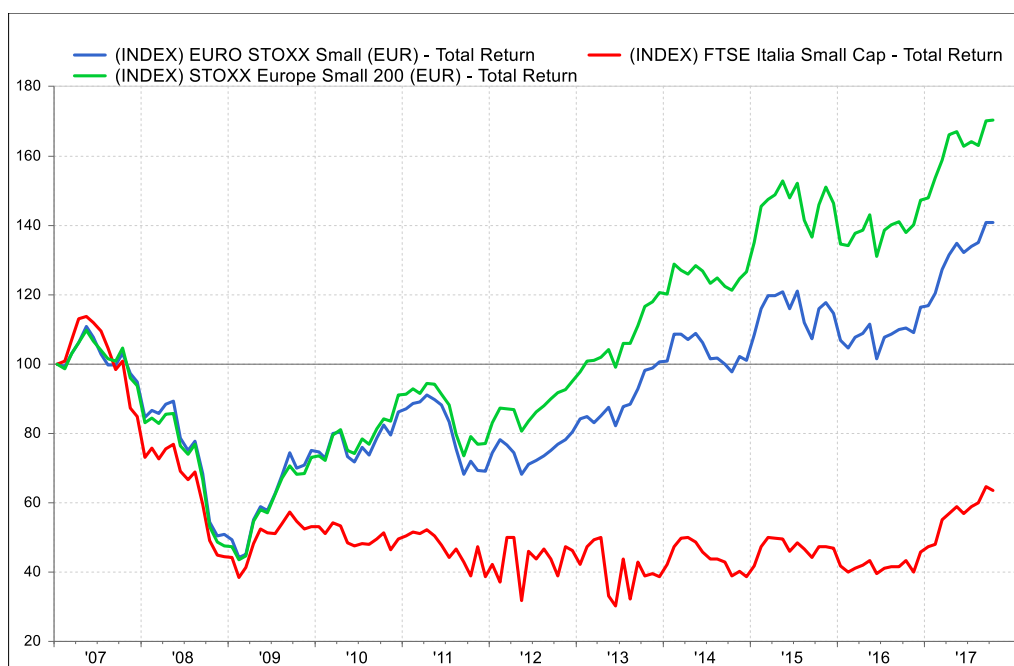
Fonte: Factset

Le Small Caps hanno fatto meglio del mercato principale quest'anno, supportate dalla domanda collegata ai PIR. Ma hanno fatto anche peggio delle grandi aziende nel periodo più lungo:



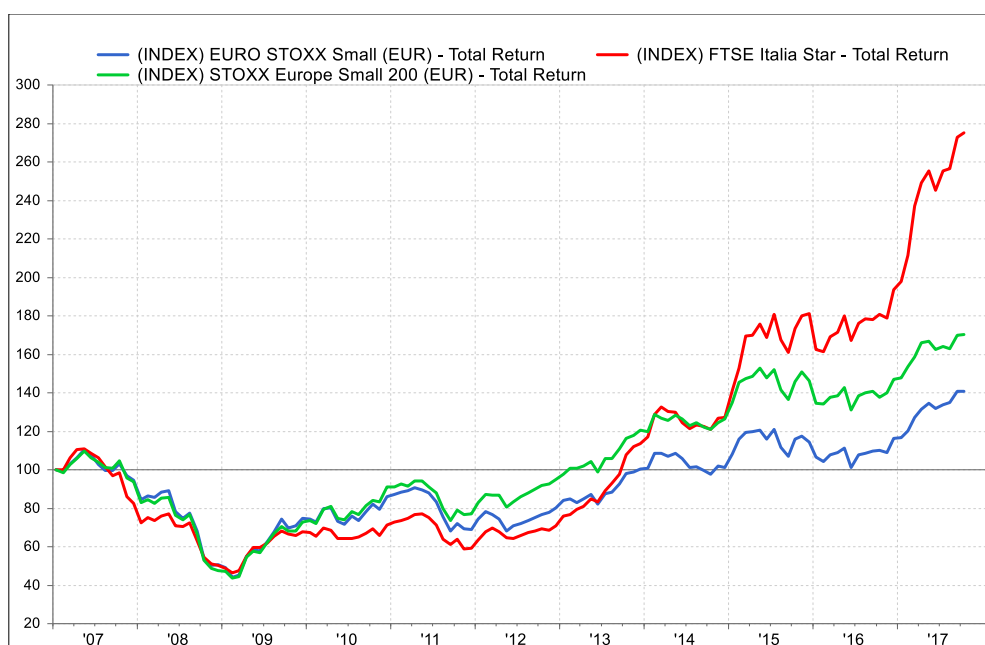
Fonte: Factset

e il loro divario nei confronti delle Small Caps europee è ancora molto largo:



Fonte: Factset

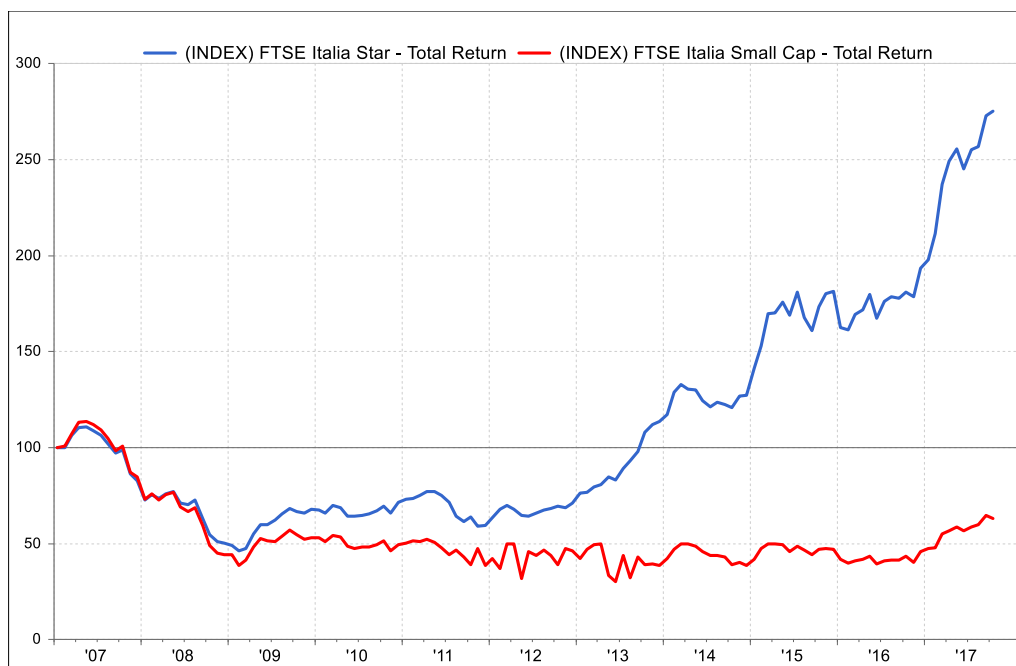
Mentre un tale divario sembrerebbe ratificare un acquisto indiscriminato, ad esempio attraverso l'ETF Lyxor, è importante tenere a mente che l'universo delle aziende di piccola dimensione, in Italia come in altri paesi, è notevolmente eterogeneo. Esso contiene ottime aziende, come testimoniano le prestazioni stellari del segmento STAR, che ha fatto molto meglio anche nei confronti delle Small Caps europee, soprattutto nel recente passato:



Fonte: Factset

ma include anche altre società in cui la complessa miscela di rischi e opportunità necessita di essere valutata caso per caso.

Naturalmente, dato l'impressionante divario tra l'indice STAR e l'indice Small Caps:



Fonte: Factset

si sarebbe tentati di concludere che basti acquistare le società STAR e riprodurre da vicino l'indice – come apparentemente fanno alcuni fondi. Come abbiamo scritto nella lettera del primo trimestre, tuttavia, ciò è molto lontano dal nostro approccio. Il MIF contiene molte aziende STAR, ma noi abbiamo un'avversione di principio all'indicizzazione e riteniamo che il MIF possa fare molto meglio nel lungo periodo investendo nelle storie di successo di domani, a prescindere dall'indice a cui appartengono.

Pazienza

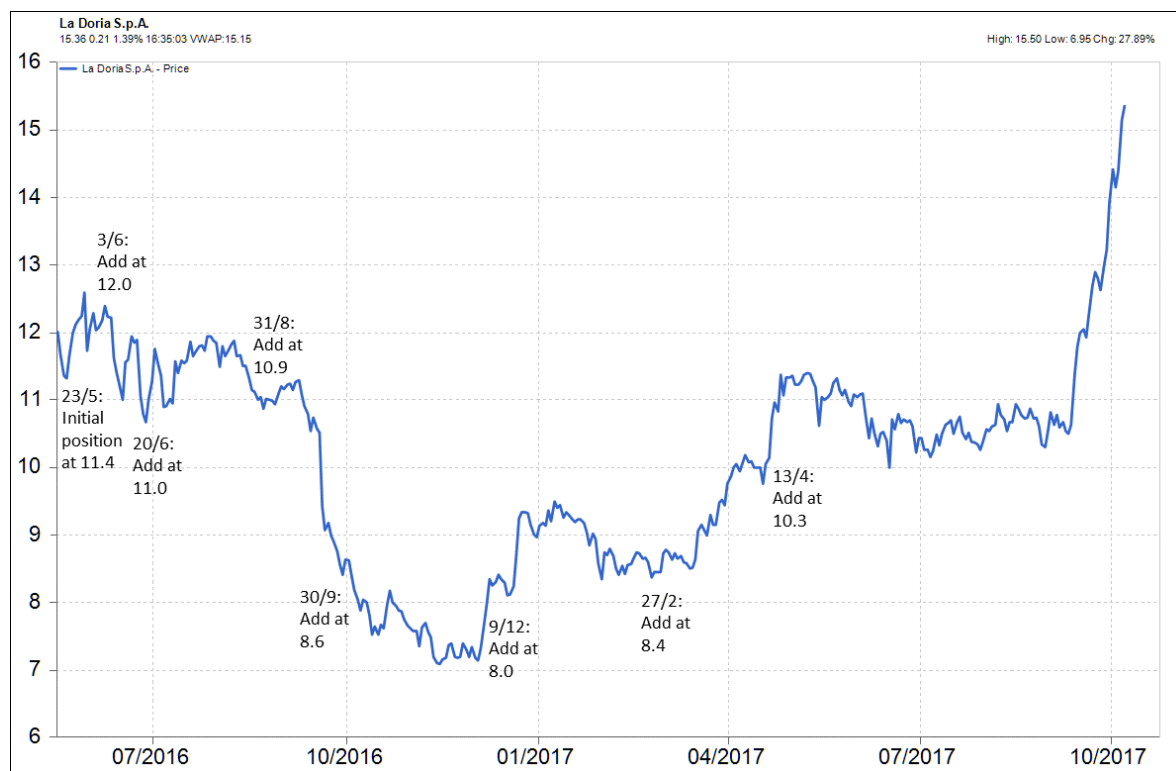
Una delle società STAR che è nel portafoglio MIF sin dall'inizio è La Doria, un'azienda manifatturiera di prodotti alimentari in scatola – pomodori, fagioli, legumi – nonché di succhi di frutta e salse e zuppe pronte. Abbiamo visitato l'azienda due volte prima del lancio del fondo, nella loro sede ad Angri, vicino a Salerno. La Doria, guidata dall'amministratore delegato Antonio Ferraioli, figlio del fondatore che ha iniziato l'attività nel 1954, è quotata alla Borsa di Milano dal 1995 ed è stata uno dei primi membri del segmento STAR.

Un elemento essenziale del nostro approccio di investimento è un basso turnover di portafoglio. Non facciamo alcun trading di breve termine. Le azioni non sono biglietti di un gioco online: rappresentano una proprietà frazionaria di una società – con il suo management, i suoi lavoratori, gli impianti, le strategie, i mercati, la concorrenza, i bilanci. Compriamo un'azienda perché crediamo che sia un buon investimento a lungo termine. Rimaniamo perciò imperturbati dai capricci del mercato e usiamo le fluttuazioni dei prezzi come un'opportunità per aumentare le nostre posizioni.

La Doria è un buon esempio. Dopo che la società ha i risultati del secondo trimestre nel settembre dello scorso anno, il prezzo del titolo ha subito un rapido calo da 11 a 8 euro, raggiungendo 7 a metà novembre. Il report menzionava la continua debolezza dei prezzi dei prodotti finali, a causa dell'aumento della pressione concorrenziale e di consumi ridotti, nonché degli effetti negativi sulle vendite in Gran Bretagna del deprezzamento della sterlina post-Brexit. Di conseguenza, la società aveva dichiarato di prevedere un calo del 25% del EBIT 2016 da 55 a 42 milioni – la cui dimensione

aveva finito per coincidere con la successiva riduzione del prezzo del titolo. Tuttavia, mentre l'effetto valutario era inaspettato, la società aveva commentato il rallentamento sin dal 2015 e lo aveva ribadito nel report del primo trimestre. Infatti, avevamo appena discusso i motivi sottostanti nella nostra ultima visita ai primi di settembre, prima che i numeri rivisti fossero annunciati. Dopo l'annuncio, ne abbiamo parlato di nuovo per telefono, vagliandoli in dettaglio, riga per riga.

La conclusione è stata semplice: la società era alle prese con un rallentamento ciclico, dopo due anni – il 2014 e soprattutto il 2015 – di risultati eccezionali. Non si trattava di un cambiamento strutturale, tale da portare ad una riduzione permanente di valore, ma di un'inflexione temporanea – niente che la società non avesse già visto in passato – che lasciava La Doria intatta su un solido percorso di crescita, non forte quanto l'accelerazione del 2014-15, ma sicuramente tale da continuare a produrre una sana dose di guadagni composti nel corso degli anni. Dunque la correzione era una buona opportunità di acquisto. Il titolo era a buon mercato prima e lo era ancor di più dopo il calo: con una capitalizzazione di 270 milioni di euro, anche i 30 milioni di utile netto rivisto per il 2016 poneva la società a 9 volte gli utili – uno sconto significativo rispetto alla nostra stima di valore intrinseco. Di conseguenza, abbiamo incrementato per quattro volte la nostra posizione. Un anno dopo, con il prezzo salito a 15 euro, questa si è rivelata una buona decisione:



Fonte: Factset

Il nostro approccio di investimento richiede un'analisi dettagliata dell'attività della azienda e un'attenta valutazione delle sue prospettive future. Richiede inoltre una stretta relazione con il top management della società – che in Italia spesso include un azionista di controllo – basata sulla fiducia reciproca, sul rispetto e sul fair play. Ma, soprattutto, richiede un atteggiamento psicologico semplice ma non facile: la pazienza.

Commissioni

Il MIF ha tre classi di investimento. I rendimenti riportati nelle nostre lettere trimestrali sono quelli della classe Istituzionale, che è la prima ad essere stata lanciata – il 17 maggio 2016 – ed che ha una commissione di gestione inferiore e un investimento minimo più alto. La classe Retail è partita poco dopo – l'8 giugno 2016 – ha una commissione di gestione più elevata e un basso investimento minimo. Infine, la classe Quotata, che può essere acquistata direttamente in Borsa al NAV del giorno, è partita per ultima – il 22 settembre 2016 – ha una commissione di gestione inferiore alla classe Retail e leggermente superiore alla classe istituzionale, ma non ha alcun investimento minimo. Tutte e tre le classi hanno la stessa commissione di performance (queste e altre informazioni sono disponibili su www.atomoscav.com/made-in-italy/it).

Riflettendo tali differenze commissionali, il rendimento annuale del 39,2% della classe istituzionale si confronta con un rendimento del 38,5% della classe Retail e un rendimento del 39,0% della classe Quotata. Tutti i rendimenti sono al netto di tutte le commissioni – incluse le commissioni di performance – e di tutti i costi amministrativi.

Chiaramente, le differenze di commissione risultano minime rispetto al vantaggio del MIF nei confronti dell'universo dei fondi italiani, che siamo dunque lieti di evidenziare è ampiamente condiviso da tutti gli investitori del MIF (i rendimenti dei fondi sul grafico a pagina 1 sono quelli della classe più economica di ogni fondo).

I costi dei fondi sono importanti, nel breve e, in maggior ragione, nel lungo periodo. I costi del MIF non sono i più bassi – anche se sono inferiori rispetto a molti altri fondi dell'universo degli Azionari Italia – e sono certamente più alti di quelli degli ETF. Ma la consuetudine di considerare le commissioni come uno, se non *il* criterio più importante della selezione dei fondi è – crediamo – profondamente sbagliata, basata com'è sull'erronea assunzione che tutti i fondi sono alla fine uguali e prima o poi convergeranno verso gli stessi rendimenti.

Noi non la pensiamo così. Il nostro obiettivo è di mantenere ed estendere il nostro vantaggio. Ciò che in ultima analisi importa per gli investitori non sono i costi che pagano, ma i rendimenti che ottengono al netto dei costi.

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 Met Facilities LLP. Met Facilities LLP (FRN 587084) 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.