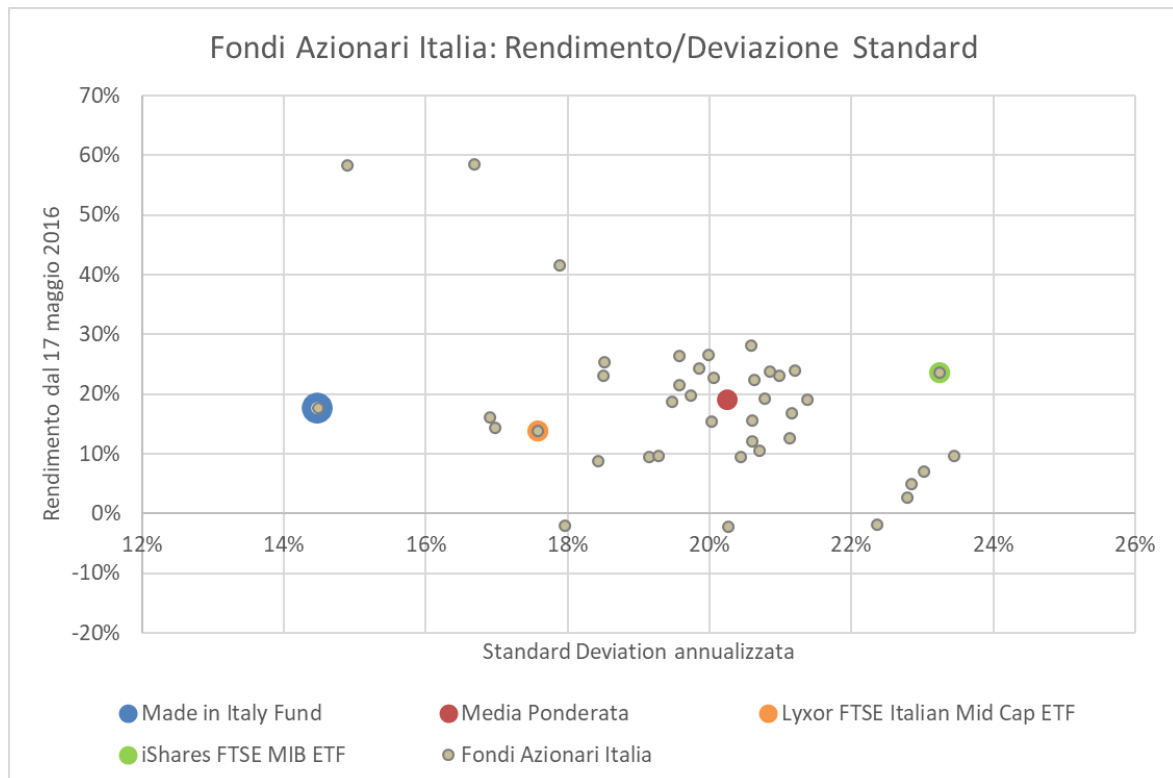


Lettera agli investitori – Terzo trimestre 2020

Cari investitori,

Il Made in Italy Fund (MIF) ha avuto un rendimento del -5,9% nel terzo trimestre del 2020. Il rendimento dalla data di lancio (17 maggio 2016) è del 17,6%. I rendimenti sono al netto delle commissioni e di tutti i costi amministrativi.

Nel corso del trimestre il MIF ha perso il proprio vantaggio sull'universo dei fondi azionari italiani, il cui rendimento medio ponderato dalla data di partenza del MIF è dell'18,8%:



Fonte: Factset

Il rendimento del MIF rimane al di sopra del rendimento del 13,8% dell'ETF più comparabile – il fondo Lyxor Mid Cap – ma è inferiore al rendimento del 23,6% del principale ETF azionario italiano – l'iShares FTSE MIB.

Il rendimento del MIF continua ad essere accompagnato da una minore volatilità. La deviazione standard annualizzata dei suoi rendimenti giornalieri è del 14,5%, rispetto al 20,3% del fondo medio ponderato, il 17,6% dell'ETF Lyxor e il 23,2% dell'ETF iShares.

Terzo trimestre 2020

Il rendimento del -5,9% del trimestre si confronta con un rendimento medio ponderato dell'1,1% per l'universo dei fondi azionari Italia, del 3,8% per l'ETF Lyxor e del -1,5% per l'ETF iShares.

È stato un trimestre deludente per il MIF. Dopo piccoli cali a luglio e agosto, il Fondo è sceso di oltre il 4% a settembre, terminando un trimestre eminentemente dimenticabile dietro tutti gli indici principali.

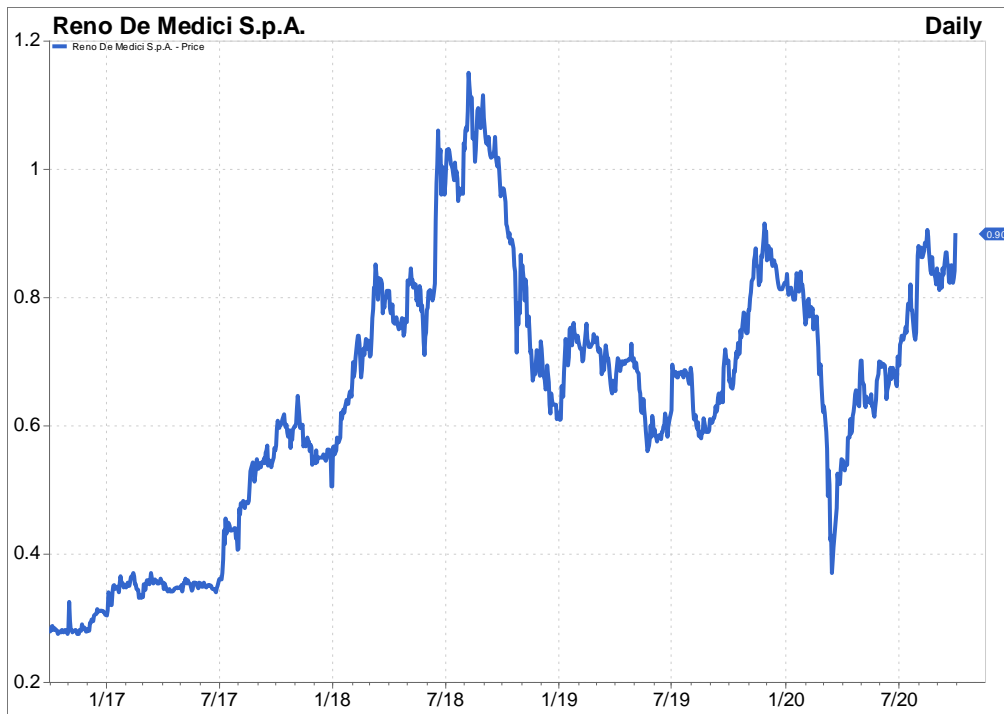
Un certo numero di nostre azioni ha fatto bene. Soprattutto **SeSa**, un'azienda che abbiamo evidenziato nella nostra [lettera del terzo trimestre 2019](#). Lì abbiamo detto che il titolo aveva chiuso il trimestre a 40,1 euro, quasi il doppio del nostro prezzo medio di acquisto. Un anno dopo, il prezzo è più che raddoppiato, terminando il terzo trimestre a 85,7 euro – un aumento del 60% nel trimestre e dell'80% da inizio anno, e più di quattro volte il prezzo medio al quale abbiamo accumulato il titolo dal nostro primo acquisto nell'ottobre 2016.



Fonte: Factset

Altri due titoli che hanno fatto bene nel trimestre sono stati Reno de Medici e Piteco, entrambi in rialzo del 27%. Entrambe le società sono in portafoglio sin dall'inizio.

Reno de Medici, menzionato per la prima volta nella nostra [lettera del primo trimestre 2018](#), è il secondo più grande produttore europeo di cartoncino patinato a base riciclata, principalmente cartoncino bianco e cartoncino pieghevole. Il titolo ha chiuso il trimestre a 0,9 euro, 2,6 volte il prezzo medio di acquisto di 0,34 (a cui era tornato brevemente al minimo di marzo), dopo aver riportato un aumento del 50% dell'utile netto per il primo semestre rispetto all'anno prima. La società ha una capitalizzazione di mercato di circa 400 milioni di euro e ha realizzato 49 milioni di utile operativo negli ultimi dodici mesi. Qui un link alla più recente [presentazione](#).



Fonte: Factset

Piteco è il principale fornitore italiano di software finanziario per la gestione della tesoreria aziendale e la pianificazione finanziaria, utilizzato da oltre 650 aziende nazionali e internazionali in tutti i settori economici. Recentemente si è lanciata nel mercato statunitense acquisendo Juniper Payments, una software house che offre soluzioni di pagamento digitali e di liquidazione contabile dei flussi finanziari interbancari per circa 3.000 banche statunitensi. Possiede anche Myrios, una software house italiana che offre soluzioni di modellistica finanziaria. La società ha un valore di mercato di 150 milioni e ha prodotto un risultato operativo di 7,5 milioni negli ultimi dodici mesi. Qui un link alla più recente [presentazione](#).



illimity Bank, che abbiamo introdotto nella nostra lettera del [secondo trimestre 2019](#) ha fatto anche bene, in crescita del 23% nel trimestre. Dopo un rapido calo nel periodo febbraio-marzo, da un massimo di 11,2 euro a un minimo di 5,4, il titolo ha chiuso il trimestre a 9. **Intred**, una top holding con cui i nostri lettori hanno [familiarità](#), ha avuto un altro trimestre positivo, su del 13%, e del 59% da inizio anno. **CY4Gate**, il nostro investimento IPO del secondo trimestre, è anche salita del 13% nel terzo trimestre e del 40% dal prezzo di IPO.

In contrasto con tali salutari progressi, tuttavia, il Fondo è stato negativamente impattato da alcuni cali significativi. Tra questi, **Askoll EVA** ha perso tutto il suo rimbalzo del 36% nel secondo trimestre calando del -32% nel terzo trimestre. **Longino & Cardenal** è scesa del -29%. **Expert System** ha avuto un calo del -24%, **Landi Renzo** del -17%, **B&C Speakers** del -15%, e la nostra top holding **Finlogic** è scesa del -10%.

Nonostante i nostri migliori sforzi, non siamo in grado di trovare una ragione valida per nessuno di questi cali, se non mettendoli in relazione con preoccupazioni di breve termine circa l'effetto negativo della pandemia – evidente per un approvvigionatore della ristorazione come Longino, o del tutto immaginato per un produttore come Finlogic, che non ha mai chiuso i suoi impianti durante la pandemia e ha prodotto quasi altrettanto flusso di cassa operativo nel primo semestre di quest'anno come nello stesso periodo dell'anno scorso.

Sin dall'inizio del caos virus, il nostro impegno primario è stato quello di assicurarci che le nostre aziende fossero in grado di sopportare un periodo possibilmente prolungato di stress finanziario. Finora non abbiamo avuto grandi preoccupazioni, con la possibile eccezione di Askoll EVA, che all'inizio dell'anno contava sulla generazione di flussi di cassa per finanziare il suo ambizioso programma di investimenti ed è stata costretta a ridimensionarlo fino a quando la crescita dei ricavi non si riprenderà ai livelli pre-pandemici. Siamo in contatto regolare con la direzione per monitorare la situazione e offrire i nostri consigli nello spirito dell'attivismo amichevole.

Durante il trimestre siamo usciti da quattro posizioni ed entrati in tre nuove. Due delle nuove posizioni sono IPO:

[Reti](#) è un fornitore di System Integration Services lungo tre linee di business: soluzioni IT, Business Consulting e Managed Service Provider. L'azienda ha una capitalizzazione di mercato di 10 milioni di euro, ricavi 2019 di 21 milioni e 2,3 milioni di EBITDA. È una versione molto più piccola di Reply, con margini di profitto più elevati e una crescita attesa più rapida. L'IPO di settembre è stato prezzato a 1 euro per azione, ma, aggiungendosi alle affezioni del mese, il titolo ha chiuso il trimestre ad un prezzo di 0,8, intorno al quale abbiamo aumentato la nostra posizione, dal momento che pensiamo che il titolo valga almeno il doppio.

[Labomar](#) è un Contract Development Manufacturer che fornisce R&S e produzione di integratori alimentari, attrezzature mediche e cosmetici per conto terzi. La società ha un valore di mercato di 130 milioni di euro, ricavi 2019 di 57 milioni e 12,2 milioni di EBITDA. Si tratta di un'azienda molto redditizia in un settore ad alta crescita. L'IPO, che ha avuto luogo proprio alla fine del trimestre, è stato prezzato a 6 euro, con il prezzo balzato a 7,15 il primo giorno di negoziazione.

La terza società è la più piccola del nostro portafoglio – una capitalizzazione di mercato di 4 milioni – ma pensiamo che sia sulla buona strada per un grande futuro:

[Portale Sardegna](#) è un agente di viaggio tradizionale e online che offre pacchetti turistici altamente personalizzati attraverso un software innovativo e proprietario. L'azienda ha sede in Sardegna e

finora si è concentrata sul turismo locale, che è stato ovviamente fortemente impattato nel primo semestre dell'anno. Tuttavia ha recentemente creato una nuova business unit, chiamata Welcome to Italy, con la quale è entrata in partnership con [Welcome Travel Group](#) – un operatore turistico con più di 1300 agenzie in tutta Italia, a proprietà congiunta di Alpitour e Costa Crociere – con l'obiettivo di estendere il suo unico modello di business a tutto il paese. Grazie alla partnership, l'azienda prevede di almeno raddoppiare i 2 milioni di ricavi fatti nel 2019 entro il 2021.

Con gli ultimi inserimenti, circa due terzi del Fondo sono ora investiti in società quotate su AIM Italia, in aumento rispetto a circa il 60% alla fine dello scorso anno.

L'attuale composizione settoriale del Fondo è la seguente:

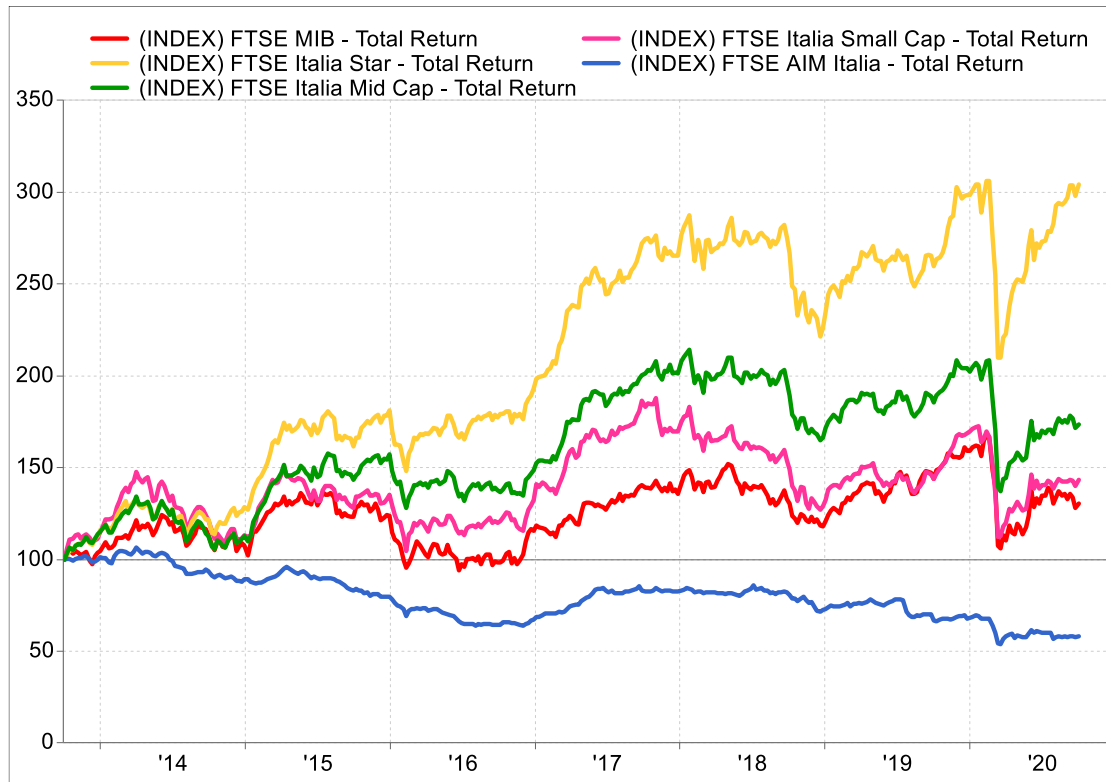
	Numero di	
	società	% Peso
Prodotti manifatturieri	5	11.3%
Tecnologia elettronica	1	1.8%
Industria di processo	3	13.7%
Beni di consumo non durevoli	1	2.4%
Beni di consumo durevoli	2	4.9%
Servizi Industriali	1	5.3%
Servizi commerciali	5	16.9%
Servizi al consumo	2	5.0%
Servizi tecnologici	7	19.6%
Servizi finanziari	1	3.2%
Tecnologia sanitaria	1	0.6%
Comunicazione	1	5.0%
Servizi di pubblica utilità	2	8.2%
Totale	32	97.9%
Liquidità		2.1%

AIM high

Il nostro movimento verso i titoli a minore capitalizzazione è stato motivato dalla sottoperformance delle small cap rispetto alle large cap dal 2018, come documentato nella nostra [lettera del terzo trimestre 2019](#), in cui abbiamo spiegato perché ci aspettavamo che tale vento contrario si sarebbe probabilmente trasformato in vento a favore. Così è stato: nel trimestre successivo, le small caps hanno proceduto a colmare gran parte del divario accumulato. Come abbiamo scritto nella successiva [lettera del quarto trimestre 2019](#), tuttavia, il movimento non si è trasferito alle azioni AIM, dove molti dei nostri nuovi investimenti si erano concentrati, principalmente attraverso la partecipazione ad IPO. Abbiamo interpretato questo come la ricaduta avversa del fallimento di Bio-On, che si era consumato nella seconda metà dell'anno, e siamo quindi diventati più fiduciosi nella performance dell'AIM per 2020. Infatti, il divario tra small cap e AIM si è notevolmente ridotto nel primo trimestre 2020, anche se – nel mezzo della pandemia – solo in termini relativi, con l'indice AIM in calo "solo" del -15,5%, contro un calo del -29% dell'indice Small Cap. Deludentemente, tuttavia, il movimento non ha persistito nel secondo trimestre, con l'indice AIM che è rimbalzato

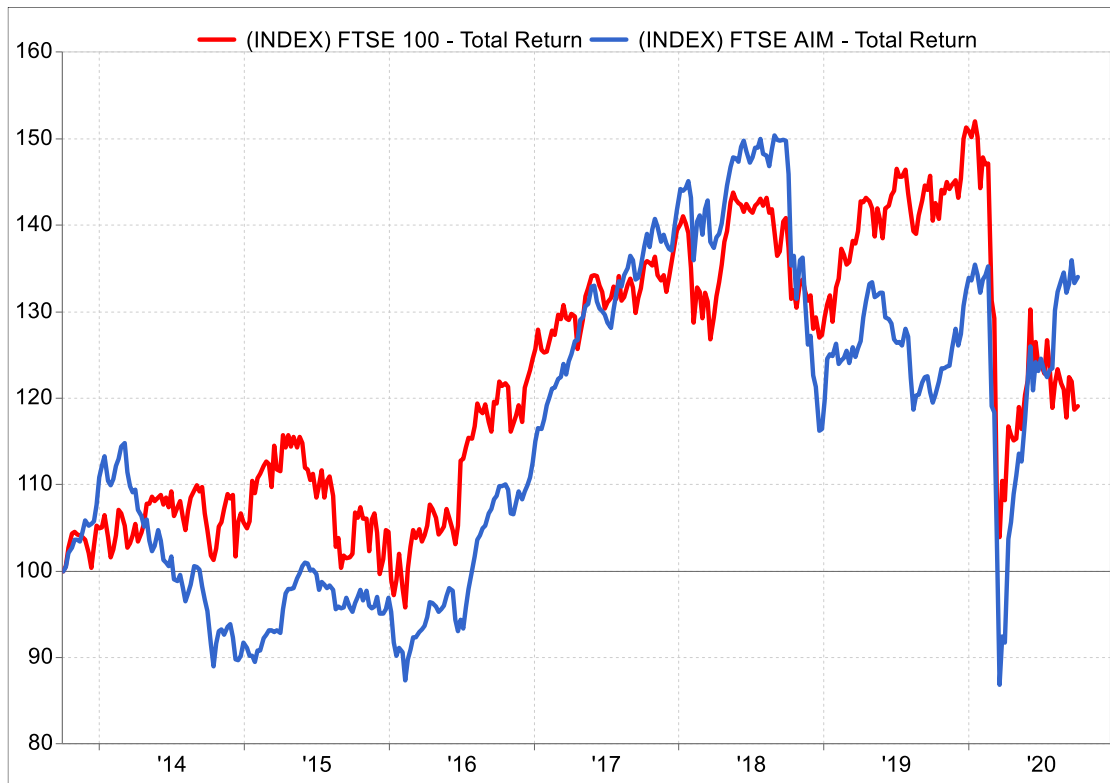
solo del 5,4% contro il 16,6% dell'indice Small Cap. Né ha ripreso nel terzo trimestre, con l'indice AIM in calo del -4%, contro un guadagno del 2,4% dell'indice Small Cap.

In effetti – come chiarisce il seguente grafico, che parte da ottobre 2013 – la sottoperformance di AIM Italia rispetto al resto del mercato non è un fenomeno recente, ma va indietro ben oltre il fiasco di Bio-On nel 2019:



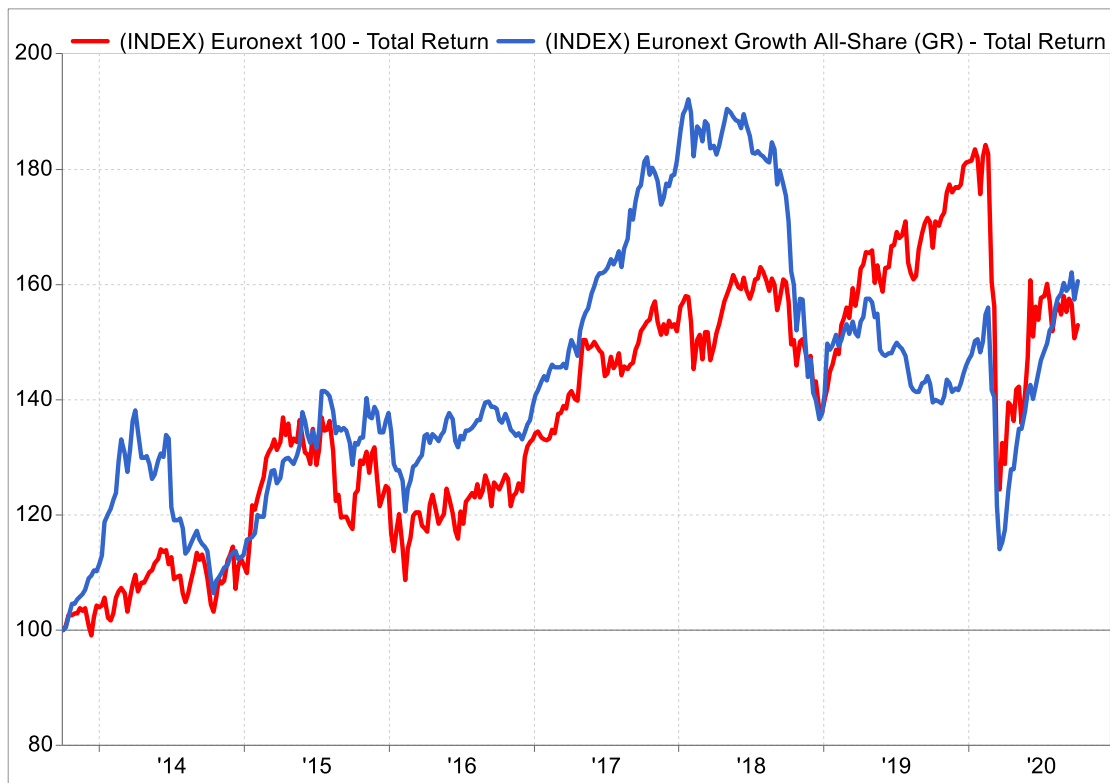
Fonte: Factset

Ciò è in netto contrasto con l'esperienza di AIM UK, che Borsa Italiana – parte della Borsa di Londra dal 2007 – intendeva rispecchiare. A differenza di AIM Italia, AIM UK ha tenuto il passo con il mercato principale nello stesso periodo:



Fonte: Factset

Così ha fatto l'equivalente AIM in Euronext, l'Euronext Growth market, rispetto al principale mercato Euronext, a cui Borsa Italiana aderirà nel 2021:



Fonte: Factset

Come abbiamo visto nella nostra precedente [lettera del secondo trimestre](#), l'esposizione a titoli STAR, mid e small cap, così come a molte delle migliori società del parterre AIM, ha permesso al MIF di sovraperformare ampiamente l'indice AIM: nei nostri primi quattro anni, il Fondo ha avuto un rendimento positivo del 19,2% nel periodo, contro un rendimento negativo del -18,7% dell'indice AIM. Limitare la nostra selezione alle azioni AIM avrebbe certamente danneggiato la nostra performance. E, in effetti, l'aumento dell'esposizione all'AIM negli ultimi trimestri ha finora danneggiato il nostro rendimento relativo rispetto agli altri indici – non una piacevole circostanza nel bel mezzo dell'iniziativa di public relations in corso.

Ciononostante, è nelle più piccole azioni AIM che continuiamo a vedere le migliori opportunità di investimento, e continueremo a posizionare il portafoglio di conseguenza. Come argomentato nelle nostre recenti lettere, ci aspettiamo che il riassorbimento di questo sostanziale divario valutativo verrà notevolmente facilitato dalla tanto attesa ripresa degli investimenti PIR in seguito al rinnovo della legislazione PIR avvenuta alla fine dello scorso anno. Tra le sue varie devastazioni, la pandemia ha causato un rinvio degli afflussi attesi. Ma è solo questione di tempo. [L'afflusso atteso sui PIR](#) dal 2021 è di diversi miliardi, con una larga quota che andrà nei cosiddetti PIR Alternativi, conti nei quali i contributi consentiti sono dieci volte superiori a quelli sui PIR tradizionali (300 mila euro a persona all'anno per cinque anni, contro 30 mila) e dove almeno il 70% degli attivi deve essere investito in società che sono non solo al di fuori dell'indice MIB – le maggiori 40 azioni per capitalizzazione – ma anche al di fuori dell'indice Mid Cap – le successive 60 maggiori azioni. Si tratta di una quota molto maggiore rispetto ai PIR tradizionali, dove i requisiti minimi sono il 17,5% per le azioni non MIB e il 3,5% per le azioni non MIB e non mid cap.

È un cambiamento significativo rispetto alla prima ondata di investimenti PIR nel 2017, dove – come abbiamo sottolineato per la prima volta nella nostra [lettera del secondo trimestre 2018](#) – i principali beneficiari degli afflussi PIR hanno finito per essere le azioni MIB e mid cap più che le azioni small cap e AIM che erano intese come gli obiettivi primari della legge PIR. I nuovi investimenti PIR aumenteranno sicuramente la domanda di azioni small cap e AIM nei prossimi trimestri e aiuteranno a far emergere il potenziale di apprezzamento insito nelle loro attraenti valutazioni. Questo è esattamente l'universo di scelta da cui selezioniamo la maggior parte dei nostri investimenti nel Made in Italy Fund. Vedremo nei prossimi trimestri se il nostro posizionamento di investimento contrarian porterà i suoi frutti.

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.