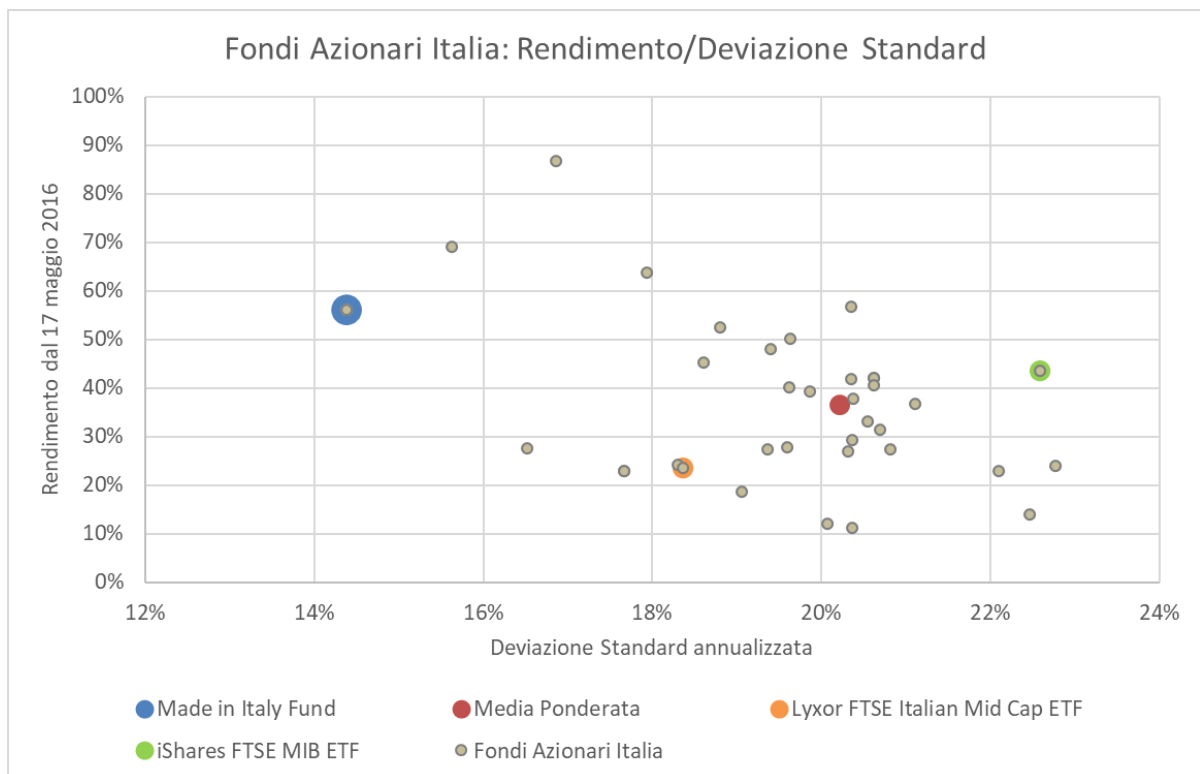


## Lettera agli investitori – Terzo trimestre 2022

Cari investitori,

Il Made in Italy Fund (MIF) ha avuto un rendimento del -8,6% nel terzo trimestre del 2022. Il rendimento dalla data di lancio del fondo (17 maggio 2016) è del 56,1%. I rendimenti sono al netto delle commissioni e di tutti i costi di amministrazione.

Il MIF è rimasto ben al di sopra dell'universo dei fondi azionari italiani, il cui rendimento medio ponderato dalla nostra nascita è del 36,4%:



Source: Factset

Il rendimento del MIF è significativamente superiore a quello del 23,6% dell'ETF più comparabile – il Lyxor Mid Cap Fund – e a quello del 43,5% del principale ETF azionario italiano – l'iShares FTSE MIB.

Il rendimento del MIF continua ad essere accompagnato da una volatilità inferiore. La deviazione standard annualizzata dei suoi rendimenti giornalieri è del 14,4%, rispetto al 20,2% del fondo medio ponderato, al 18,4% dell'ETF Lyxor e al 22,6% dell'ETF iShares.

## Terzo Trimestre 2022

Il nostro rendimento del -8,6% per il trimestre si confronta con un rendimento medio ponderato del -4,8% per l'universo azionario italiano, del -8,1% per l'ETF Lyxor e del -2,5% per l'ETF iShares.

Dopo aver messo a segno un consistente rimbalzo a luglio, i mercati azionari mondiali hanno ripreso la loro discesa a metà agosto, che si è intensificata a settembre. Si è trattato del terzo trimestre negativo consecutivo, un evento unico nella storia del nostro Fondo e raro nella lunga storia dei mercati azionari. Inutile dire che i fattori scatenanti sono stati gli stessi: la traiettoria dell'inflazione e dei tassi d'interesse – l'inversione di metà agosto è stata innescata da un dato sull'inflazione statunitense superiore alle attese – e le convulsioni della guerra in Ucraina.

Alla fine del trimestre, l'indice statunitense S&P 500 e l'indice tedesco DAX sono scesi del -5%, l'Euro STOXX del -4% e l'indice italiano MIB del -2,5%. I titoli europei a più piccola capitalizzazione hanno fatto peggio: l'indice tedesco MDAX ha chiuso il trimestre in calo del -13%, l'indice Euro STOXX Small del -10% e l'indice FTSE Italia Small Cap del -9%. La performance negativa si è estesa ai mercati obbligazionari: il rendimento del Treasury statunitense a 10 anni è salito di 80 punti base al 3,8%, quello del Bund tedesco a 10 anni è salito di 70 punti base al 2,1% e il BTP italiano a 10 anni è passato dal 3,3% di fine giugno al 4,5% di fine settembre, ampliando così lo spread sui Bund dall'1,9% al 2,4%.

Le elezioni politiche italiane di fine settembre hanno portato alla vittoria, ampiamente prevista, della coalizione di "centro-destra" e alla nomina della prima donna Presidente del Consiglio italiana, Giorgia Meloni. Il nuovo governo ha promesso di proseguire sulla scia dell'agenda pro-Europa e pro-NATO dell'ex premier Draghi. È degno di nota che il nuovo ministro dell'Economia e delle Finanze, Giorgetti, era il ministro dello Sviluppo economico nel governo Draghi.

Alcuni dei nostri titoli sono andati bene nel trimestre: **Finlogic**, una società che abbiamo acquistato in sede di IPO nel [secondo trimestre 2017](#) a 3,6 euro per azione, ha chiuso il trimestre in rialzo del 15% a 6,6 euro, al di sopra del prezzo di fine anno. **Giglio.com**, che abbiamo acquistato in sede di IPO nel [terzo trimestre 2021](#) a 4,8 euro per azione, è salita del 13% a 3,4 euro. **Renergetica**, menzionata per la prima volta nella nostra [lettera del quarto trimestre 2018](#) ma in portafoglio da agosto 2018 – quando l'abbiamo acquistata per la prima volta in IPO pagandola 1,4 euro per azione – è salita del 7% nel trimestre a 7,4 euro, il 6% in più rispetto alla chiusura di fine anno. In crescita del 7% anche **Racing Force**, acquistata in IPO nel [quarto trimestre del 2021](#) a 4,5 euro per azione, livello che ha riguadagnato alla fine del trimestre.

La nostra posizione principale, **EdiliziAcrobatica** (EDAC), è cresciuta del 5% nel trimestre. Come avevamo fatto per Giglio.com l'anno scorso, abbiamo recentemente presentato il nostro [investment case](#) nella società in occasione del [MOI Global](#) European Investing Summit di quest'anno. In quell'occasione abbiamo sottolineato che, mentre il titolo era sceso del -13% da inizio anno e del -26% rispetto al picco dell'agosto 2021, la società aveva appena riportato un aumento dell'85% del fatturato della prima metà del 2022 rispetto alla prima metà del 2021 e un aumento di 6 volte degli utili netti, da 1,6 milioni a 10,7 milioni.

Niente come un'azienda in rapida crescita incarna il fatto che, man mano che il suo prezzo di mercato cresce, colmando così il divario con il valore intrinseco più elevato che ha dato origine all'investimento, lo stesso valore intrinseco aumenta, riaprendo così il divario a un livello superiore. La capitalizzazione di mercato di EDAC è attualmente di circa 130 milioni. Era di 25 milioni quando abbiamo acquistato il titolo per la prima volta nel 2018. A 25 milioni la società era valutata 1 volta le vendite del 2018 e 11 volte gli utili. A 130 milioni di euro, è ora a 1,5 volte le vendite del 2021 e a

meno di 12 volte gli utili e, come abbiamo appena visto, a un multiplo molto più basso su quelli che saranno certamente numeri finali del 2022 molto più alti. Nel [nostro metodo di valutazione](#) – che ovviamente va ben oltre i rapporti PE – EDAC vale da 2 a 3 volte il suo prezzo attuale.

In misura diversa, lo stesso vale per le altre società che abbiamo citato. Finlogic ha registrato un aumento del 22% dei ricavi del primo semestre 2022 e del 23% degli utili. La stessa coppia di numeri per Renenergetica è stata del 21% e del 130%, e per Racing Force del 35% e del 93%. Giglio.com, che si trova in una fase iniziale di sviluppo ed è finora in perdita, ha registrato un aumento dei ricavi del 47% nel primo semestre.

Complessivamente, le nostre aziende hanno registrato un aumento medio dei ricavi nel primo semestre del 55% (mediano del 35%), e la maggior parte di esse ha registrato anche un buon incremento degli utili, con eccezioni spiegate dall'aumento degli investimenti interni ed esterni per la crescita futura.

Tuttavia, come negli ultimi due trimestri, la maggior parte dei nostri titoli è stata trascinata al ribasso, con i maggiori cali registrati da Landi Renzo (-36%), Estrima (-31%), Websolute (-26%) e Sebino (-22%) – che, come ricorderete, era cresciuta del 25% nel secondo trimestre.

Nel corso del trimestre siamo usciti da una posizione e abbiamo partecipato ad una nuova IPO:

[Solid World Group](#). L'azienda è il principale operatore italiano nel settore della manifattura digitale 3D. Offre servizi di stampa 3D e relativa formazione ai reparti di progettazione e produzione di aziende dei settori automobilistico, aerospaziale, meccanico, mecatronico, sport system, home design e moda, nonché del settore biomedicale per la fornitura di servizi di consulenza, software di segmentazione, stampanti e visori a ospedali e cliniche. Fornisce software per la progettazione, la simulazione e l'analisi di sistemi 3D, hardware – stampanti e scanner 3D e relativi materiali di consumo – e servizi di produzione additiva per la prototipazione e la stampa. La società ha una capitalizzazione di mercato di 29 milioni di euro e un fatturato 2021 di 58 milioni, con un EBITDA di 4 milioni. Il fatturato del primo semestre 2022, recentemente comunicato, è stato di 32 milioni e prevediamo che a fine anno sarà di circa 65 milioni, con un margine EBITDA dell'8% e un utile netto di 2 milioni. Abbiamo pagato 2 euro per azione all'IPO di inizio di luglio e poco dopo abbiamo aumentato la nostra posizione a 2,2 euro. Il titolo ha chiuso il trimestre in rialzo del 22% a 2,43.

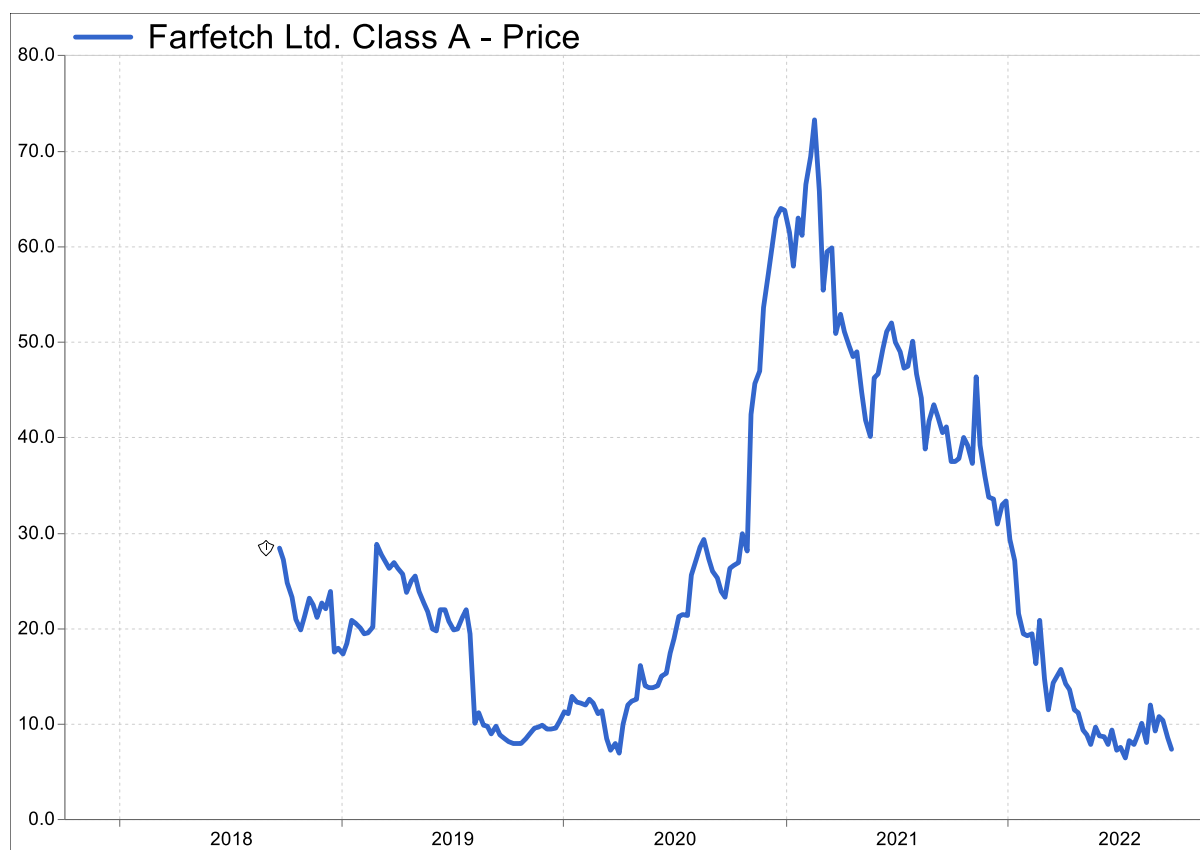
L'attuale composizione settoriale del Fondo è la seguente:

|                              | Numero di società | % Peso |
|------------------------------|-------------------|--------|
| Prodotti manifatturieri      | 5                 | 11.9%  |
| Tecnologia elettronica       | 3                 | 6.3%   |
| Industria di processo        | 2                 | 3.0%   |
| Beni di consumo non durevoli | 1                 | 2.1%   |
| Beni di consumo durevoli     | 3                 | 6.1%   |
| Servizi Industriali          | 1                 | 7.3%   |
| Servizi commerciali          | 6                 | 12.7%  |
| Servizi al consumo           | 3                 | 6.6%   |
| Servizi tecnologici          | 8                 | 20.3%  |
| Servizi di distribuzione     | 1                 | 3.4%   |
| Tecnologia sanitaria         | 2                 | 5.1%   |
| Commercio al dettaglio       | 1                 | 3.1%   |
| Comunicazione                | 1                 | 2.2%   |
| Servizi finanziari           | 3                 | 4.0%   |
| Servizi di pubblica utilità  | 2                 | 4.4%   |
| Totale                       | 42                | 97.8%  |
| Warrants + liquidità         |                   | 2.2%   |

## Perma-bulls

Nella [lettera dello scorso trimestre](#) abbiamo spiegato perché riteniamo che la pessima performance dei mercati azionari di quest'anno non possa essere giustificata dall'aumento dell'inflazione e dei tassi d'interesse, fatta eccezione per alcune società, soprattutto negli Stati Uniti, che negli ultimi anni erano state prezzate a tassi di sconto irragionevolmente bassi.

Un esempio calzante è il principale concorrente di Giglio.com [Farfetch](#).



Alla fine del 2020, a 64 dollari il titolo era valutato 13 volte le vendite, pari a 4,9 dollari per azione, per un'azienda con un EBITDA perennemente negativo: -340 milioni nel 2020 su un fatturato di 1,7 miliardi. Farfetch è poi scesa del -48% l'anno scorso e di un ulteriore -73% quest'anno, tornando al livello pre-lockdown di 9 dollari, pari a un ben più sobrio 1,9 volte le vendite per azione dell'anno scorso. Il grafico di Farfetch è l'epitome di una bolla borsistica.

Ora facciamo il confronto con Giglio.com. Quando abbiamo acquistato la società al momento dell'IPO, nel luglio dello scorso anno, abbiamo pagato 1,4 volte il fatturato, un multiplo inferiore a quello di Farfetch di oggi. Tuttavia, nonostante il rimbalzo di questo trimestre, il titolo è sceso del 18% quest'anno e del 21% rispetto al prezzo di un anno fa, il giorno della presentazione al MOI Global. Questo nonostante che, come abbiamo visto, abbia registrato un massiccio aumento dei ricavi e un incremento ancora maggiore del margine lordo, significativamente superiore ai numeri attesi che avevamo mostrato nella presentazione. Di conseguenza, la società – una versione più piccola e migliore di Farfetch, e molto più vicina a raggiungere la profittabilità – è ora valutata 0,8 volte il fatturato, meno della metà di Farfetch.

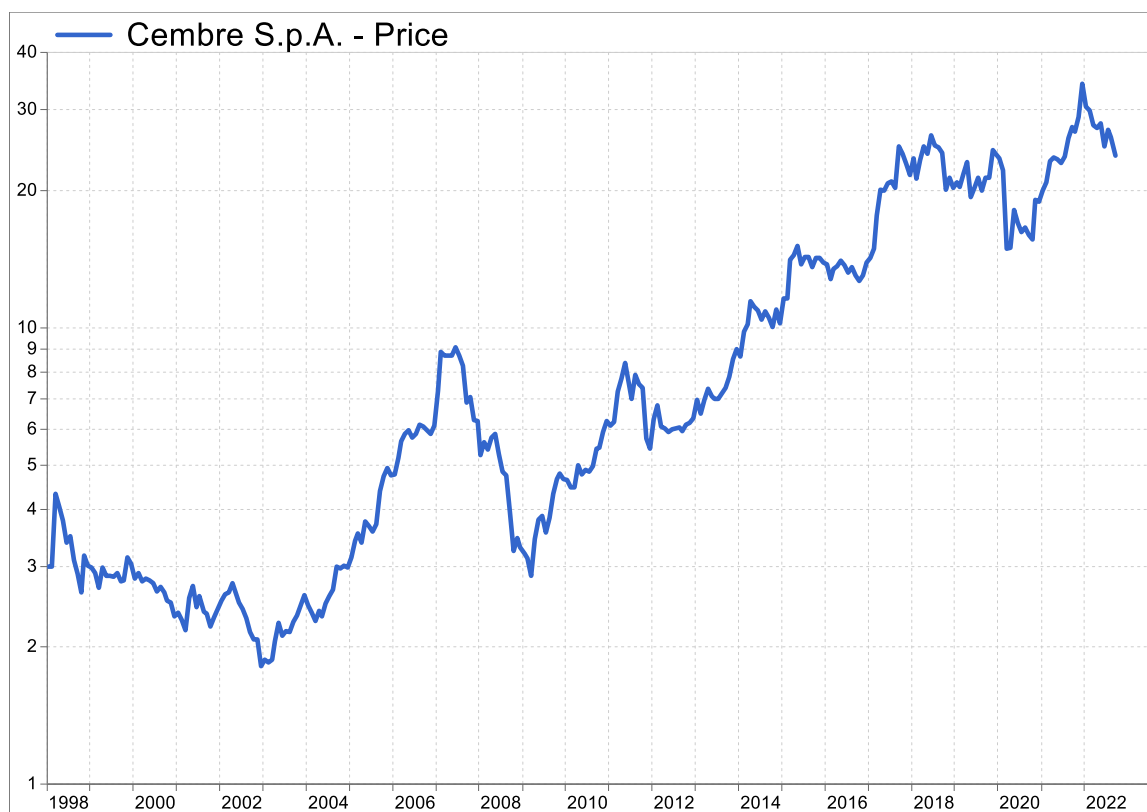
Perché? Perché la flessione del mercato azionario ha investito indistintamente la maggior parte dei titoli, creando così grandi opportunità per gli investitori disposti a scendere al livello delle singole

società piuttosto che soccombere a pigre e sfuocate considerazioni macroeconomiche e all'illusione della diversificazione geografica.

Un altro esempio: l'IPO dello scorso trimestre Bifire. Ricordiamo che abbiamo acquistato il titolo a maggio a 3,7 euro per azione, pagando 12 volte gli utili previsti per il 2022, per poi incrementare la nostra posizione a giugno. Ma alla fine del trimestre il titolo era sceso a 2,8 euro, pari a 9 volte gli utili. Nel rimbalzo di luglio, il prezzo ha avuto una reazione adeguata, con un aumento del 19%. Ma a metà agosto, quando i mercati azionari hanno ripreso a scendere, anche il prezzo di Bifire è risceso, chiudendo il terzo trimestre a 2,3 euro, nonostante l'azienda abbia registrato – similmente alle altre che abbiamo citato – un aumento del 68% dei ricavi e del 38% degli utili per il primo semestre di quest'anno.

Gli investitori Value come noi sono solitamente dipinti, e spesso criticati, come perma-bulls – rialzisti permanenti. Questo è sbagliato in un certo senso e giusto in un altro. È sbagliato perché anche noi possiamo avere, e a volte abbiamo, una visione negativa del mercato in determinati periodi. Ma è giusto nel senso che l'unica ragione per cui possediamo i titoli in portafoglio è che pensiamo essi che valgano molto di più dei loro prezzi attuali. Pertanto, finché le nostre stime di valore sono valide, ci aspettiamo che i prezzi, prima o poi, colmino il divario. Possiamo essere ribassisti sulle azioni, ma siamo sempre rialzisti sulle *nostre* azioni. Di conseguenza, tendiamo a vedere i mercati ribassisti come un'opportunità per acquistare di più dei nostri titoli preferiti a prezzi più bassi.

Per un'ottima ragione: i titoli di valore salgono nel tempo. Prendiamo **Cembre**, un titolo che fa parte del nostro portafoglio fin dall'inizio ed è tuttora presente. L'azienda – un produttore e distributore di connettori elettrici e relativi utensili – è stata quotata in borsa quasi 25 anni fa, a metà dicembre 1997, a un prezzo di IPO di 5.800 lire, pari a circa 3 euro. Oggi vale 24 euro. Ciò corrisponde a un rendimento annuo composto di solo prezzo nell'intero periodo di circa il 9% e a un rendimento totale, compresi i dividendi reinvestiti, di circa il 12% all'anno. Ciò è più o meno quanto ha guadagnato l'azionista di controllo di Cembre, la famiglia Rosani, fin dalla quotazione:

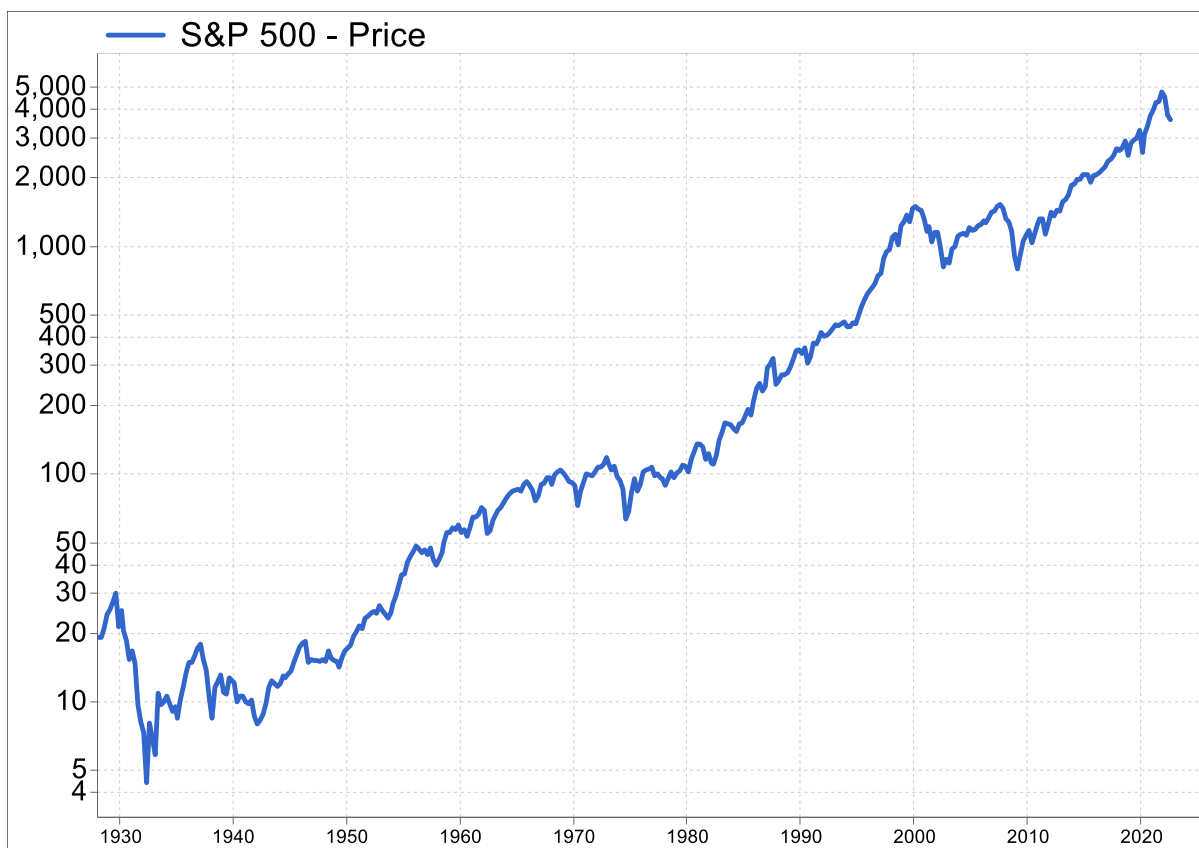


Come mostra chiaramente il grafico, tuttavia, un rendimento così attraente non è stato ottenuto in linea retta. Per apprezzare meglio le variazioni percentuali, il grafico è in scala logaritmica – che significa che la distanza tra, ad esempio, 2 e 4 è uguale a quella tra 4 e 8, 8 e 16 ecc. In questo modo è più facile vedere le oscillazioni selvagge che il titolo ha subito nel corso della sua lunga vita: da 4 a 2 nel 1998-2002, da 2 a 9 nel 2003-2007, da 9 di nuovo a 3 nel 2007-marzo 2009, da 3 fino a 16 nell'aprile 2015, e così via. Abbiamo acquistato il titolo per la prima volta a meno di 14 euro a maggio 2016. Da allora, il prezzo è salito a 24 alla fine del 2019, per poi crollare a 15 durante il panico Covid del primo trimestre 2020 – un calo del 37% – per poi rimbalzare del 127% a 34 euro a fine 2021. Non sorprende che quest'anno il titolo sia sceso di quasi il 30%, tornando a 24 euro, mentre l'azienda – avete indovinato – ha registrato nel primo semestre ricavi in crescita del 23% e utili in aumento del 21%.

Cosa significa tutto ciò? In primo luogo, significa che detenere un'azione di valore con lo stesso atteggiamento di lungo termine del proprietario dell'azienda rende molto bene. In secondo luogo, significa che tale rendimento può essere ulteriormente incrementato comprando più azioni nei periodi di ribasso del mercato. Questo, però, presuppone di avere liquidità a disposizione, cosa che un investitore Value, completamente investito nei suoi titoli Value, solitamente non ha. Avremmo dovuto vendere Cembre all'inizio dell'anno a 34 euro per ricomprarla ora a 24? Con il senno di poi, sì. Ma il senno di poi, come si suol dire, è una cosa meravigliosa. In realtà, ritenevamo che Cembre fosse attraente anche a 34 euro, figuriamoci a 24. Pertanto, anche se all'inizio dell'anno le nostre prospettive di mercato fossero state negative – e non lo erano – non avremmo incrementato la liquidità vendendo Cembre o altri titoli di valore. Una prospettiva di mercato negativa va meglio affrontata con altri mezzi – coperture con futures e opzioni – cosa che, come abbiamo detto più volte nelle nostre lettere, siamo riluttanti a fare e che abbiamo fatto raramente. Il nostro compito non è quello di variare la nostra esposizione al mercato in base a ciò che pensiamo dell'inflazione, dei tassi d'interesse, della guerra in Ucraina, della pandemia Covid o di qualsiasi altra questione esterna. Il nostro compito – e quello che i nostri investitori si aspettano da noi – è selezionare società di valore e mantenerle fino a quando il loro caso d'investimento regge. Come sapete, facciamo regolarmente un po' di trading al margine, togliendo un po' di denaro dai titoli che hanno fatto bene e mettendolo in quelli che sono rimasti indietro: questo è uno dei motivi principali per cui, come mostra il grafico in prima pagina, la volatilità dei nostri rendimenti è più bassa – infatti la più bassa del gruppo. Ma la liquidità netta può arrivare al Fondo solo da fonti esterne: investitori – vecchi e nuovi – che colgono l'opportunità di acquistare quote del Fondo a un prezzo inferiore.

Quest'anno gli investitori hanno esitato a farlo – e a ragione, visto che il Fondo, come tutti i mercati azionari del mondo, ha avuto tre trimestri negativi di fila. In ognuna delle ultime tre lettere trimestrali ci siamo sbagliati nel sostenere che le prospettive future sarebbero state migliori. Ma, a costo di sembrare un disco rotto, lo faremo di nuovo.

Tre trimestri consecutivi di rendimenti azionari negativi sono un evento raro. Il grafico della pagina successiva – sempre in scala logaritmica – mostra l'andamento trimestrale dell'indice S&P 500 dal 1928. Su 791 trimestri da allora, solo 29 – pari al 3,7% – sono stati negativi per tre volte di seguito e solo 13 – pari all'1,6% – sono stati negativi per quattro volte di seguito. L'ultima volta che è successo è stato nel 2007-2009, quando – come molti ricorderanno dolorosamente – l'indice ha avuto sei trimestri negativi consecutivi, dal quarto trimestre 2007 al primo trimestre 2009, per un calo cumulativo del -47,7%. Prima di allora, c'erano stati tre trimestri negativi consecutivi nel 2002, per un calo cumulativo del -29%, e quattro dal secondo trimestre 2000 al primo trimestre 2001, per un calo cumulativo del -22,6%. Ci sono stati alcuni altri episodi nel passato più remoto, fino ad arrivare alla madre di tutti i mercati orso nel 1929-1932, ma non molti.



Naturalmente, queste sono solo statistiche, sulle quali si dovrebbe fare ancor meno affidamento che sulle nostre previsioni di mercato. L'S&P 500 è sceso del -24,8% negli ultimi tre trimestri, ma nulla impedisce che il quarto trimestre del 2022 si riveli un altro trimestre negativo. I pericoli sono numerosi: ulteriori aumenti di inflazione e tassi d'interesse, recessione, escalation bellica e altro ancora.

Ma, come ama dire Warren Buffett, mai scommettere contro l'America: dopo ogni ribasso, il mercato azionario statunitense è sempre tornato a galla. Più modestamente, noi diciamo: mai scommettere contro Cembre, e contro le altre aziende di valore che selezioniamo per il nostro Fondo, molte delle quali hanno una storia più breve di Cembre, ma un futuro almeno altrettanto attraente. Naturalmente, potremo sbagliarci su alcune di esse. Ma, nella sua storia, corta ma non troppo, il nostro ben diversificato portafoglio non ha mai mancato di recuperare i ribassi e di ricompensare gli investitori.

Now is the time to put more cash at work. È il momento di mettere al lavoro la liquidità.

## 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 indicazione di performance futura. 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.