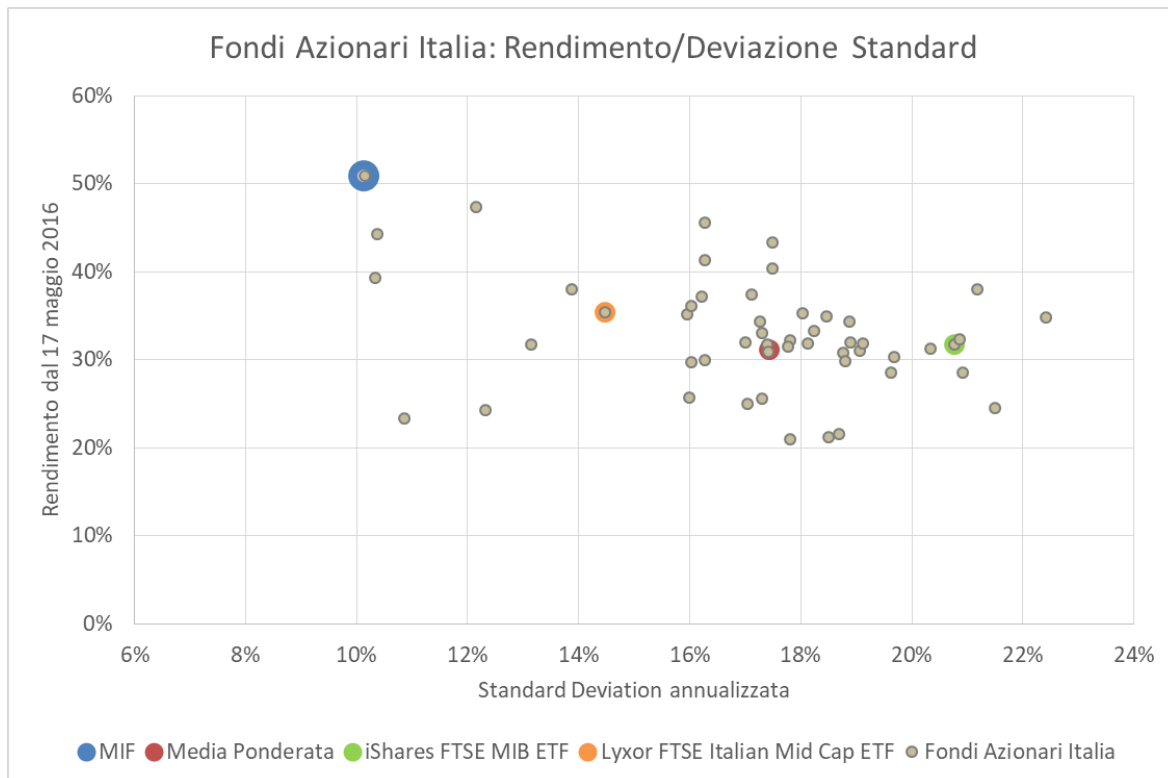


Lettera agli investitori – Quarto trimestre 2017

Cari Investitori,

Il Made in Italy Fund (MIF) è sceso del 2,5% nel quarto trimestre del 2017. Il rendimento dalla data di partenza (17 maggio 2016) è del 50,9%. I rendimenti sono al netto delle commissioni e di tutti i costi amministrativi.

Durante il trimestre, il MIF ha mantenuto il proprio vantaggio rispetto all'universo dei fondi azionari italiani, il cui rendimento medio ponderato dalla data di partenza del MIF è di 31,1%:



Fonte: Factset

Il rendimento del MIF è anche ben al di sopra del rendimento del 31,8% del principale ETF azionario italiano – l'iShares FTSE MIB – e del 35,4% dell'ETF più comparabile al MIF – il Lyxor Mid Cap Fund.

Il maggior rendimento del MIF continua ad essere accompagnato dalla più bassa volatilità. La deviazione standard annualizzata dei suoi rendimenti giornalieri è del 10,1%, contro il 17,5% del fondo medio ponderato, il 20,8% dell'ETF iShares e il 14,5% dell'ETF Lyxor.

Quarto trimestre 2017

Il nostro rendimento del -2,4% nel trimestre si confronta con un rendimento medio ponderato del -2,2% per l'universo azionario italiano, -3,5% per l'ETF iShares e 0,5% per l'ETF Lyxor.

Nell'anno intero, il MIF ha registrato un rendimento del 35,9%, contro il 20,8% del fondo medio ponderato, il 16,5% dell'ETF iShares e il 33,9% dell'ETF Lyxor.

Il trimestre ha avuto un buon inizio ad ottobre, sulla scia della forte performance del mese precedente, con il MIF che ha raggiunto il suo massimo storico il 3 novembre. Durante il mese abbiamo chiuso due posizioni e ne abbiamo acquistata una nuova. A ciò è seguito, tuttavia, un forte calo del mercato, che si è protratto fino a metà novembre e si è concentrato sui titoli a bassa capitalizzazione, il cui indice – il FTSE Italia Small Caps – ha chiuso novembre in calo dell'8,6% (contro il -1,6% dell'indice del mercato principale, il FTSE MIB). Confermando uno dei principi guida del MIF – la necessità di un'attenta selettività all'interno dell'universo altamente eterogeneo delle società a bassa capitalizzazione – il nostro fondo ha limitato il suo calo a novembre al -3,5%. Inoltre, la volatilità dei prezzi ci ha offerto la possibilità di iniziare una posizione in un nuovo titolo ad uno sconto del 30% sul suo prezzo di fine terzo trimestre. L'azienda è Emak, un produttore di strumenti e hardware per il giardinaggio, l'agricoltura e l'uso industriale. Emak era stata uno dei nostri "misses" – una società che avevamo studiato, valutato e visitato due volte nella sede di Bagnolo in Piano, in provincia di Reggio Emilia – ma in cui avevamo mancato di investire a quello che, alla partenza del fondo, sarebbe stato un ottimo prezzo di entrata di circa 0,75 euro. Invece abbiamo visto il titolo salire a 2 euro, fino a che il calo di novembre ci ha dato l'opportunità di acquistarlo intorno a 1,4 – quasi il doppio rispetto a quello che avremmo pagato all'inizio, ma comunque un prezzo interessante per un'azienda con un valore di mercato di 250 milioni, un fatturato di 390 milioni, un utile netto di 18 milioni e un valore di libro di 180 milioni. La società ha un bilancio conservativo, una forte generazione di flussi di cassa, un team di gestione capace e motivato ed è cresciuta costantemente, organicamente e attraverso acquisizioni – l'ultima completata a metà 2017.

Dopo un dicembre piatto, durante il quale abbiamo aumentato un po' di liquidità al margine, il MIF ha chiuso il trimestre con un rendimento negativo, ma ben al di sopra dell'indice Small Cap (-8,9%) e dell'indice MIB (-3,5% , in linea con l'ETF iShares).

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

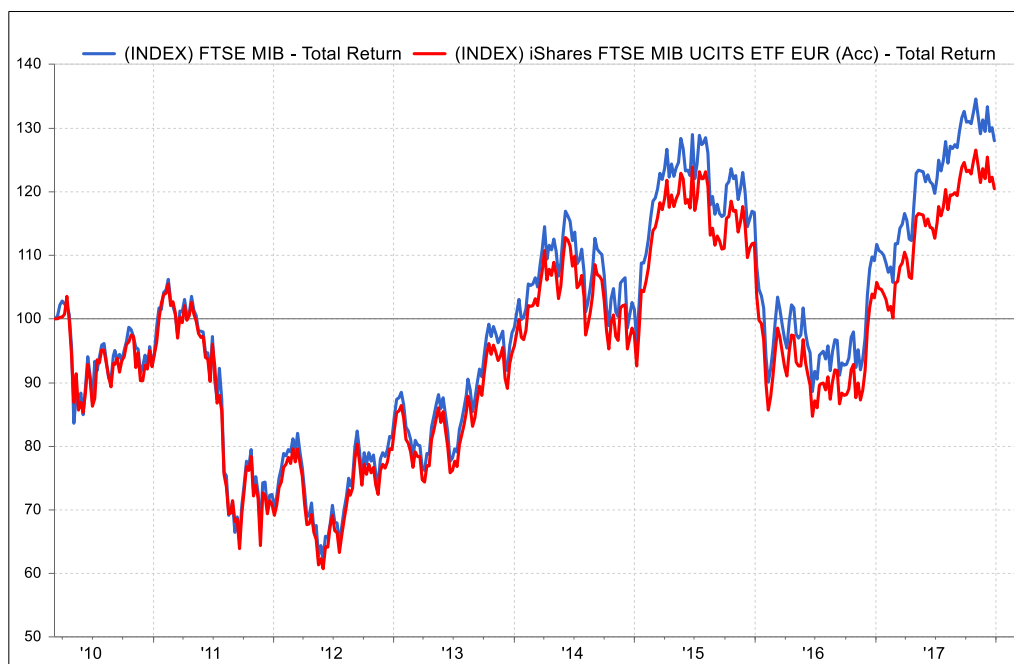
	Numero di società	% Peso
Prodotti manifatturieri	7	23.2%
Tecnologia elettronica	4	13.3%
Industria di processo	4	10.6%
Beni di consumo non durevoli	1	3.6%
Servizi commerciali	4	11.9%
Servizi alla distribuzione	1	2.9%
Servizi tecnologici	4	9.6%
Beni di consumo durevoli	3	8.7%
Servizi finanziari	3	10.3%
Vendite al dettaglio	1	2.0%
Totale	32	96.0%
Liquidità		4.0%

Le nostre prospettive di mercato rimangono invariate, per le ragioni presentate nella lettera del terzo trimestre. L'unico sviluppo di nota da allora è stata la convocazione delle elezioni politiche, che si svolgeranno il 4 marzo. Senza intenzione di perderci nelle perpetue tortuosità della politica italiana, ci limitiamo ad osservare che il risultato centrale e più probabile sembra implicare una qualche forma di continuità con l'attuale governo, probabilmente allargato ad una più ampia coalizione di partiti. Questo sarebbe un evento positivo. Un evento negativo sarebbe un successo elettorale più grande del previsto per il Movimento Cinque Stelle e la formazione di un nuovo governo da loro guidato, possibilmente in coalizione con un partito di sinistra appena formato. Mentre al momento questo appare uno scenario improbabile, esso rappresenta il principale rischio da tenere d'occhio nei prossimi due mesi.

ETF contro indici

L'obiettivo del MIF è di ottenere nel corso del tempo un rendimento positivo superiore al principale indice del mercato azionario italiano. Allo stesso tempo, tuttavia, sottolineiamo che il fondo non è gestito contro alcun indice e che i pesi di qualsiasi indice non hanno alcun ruolo nelle nostre decisioni di investimento. Questo perché crediamo che, selezionando buone società e acquistando le loro azioni a prezzi convenienti, il MIF dovrebbe fare meglio di indici che, per costruzione, includono una varietà eterogenea di titoli, ponderati in base alla capitalizzazione di mercato.

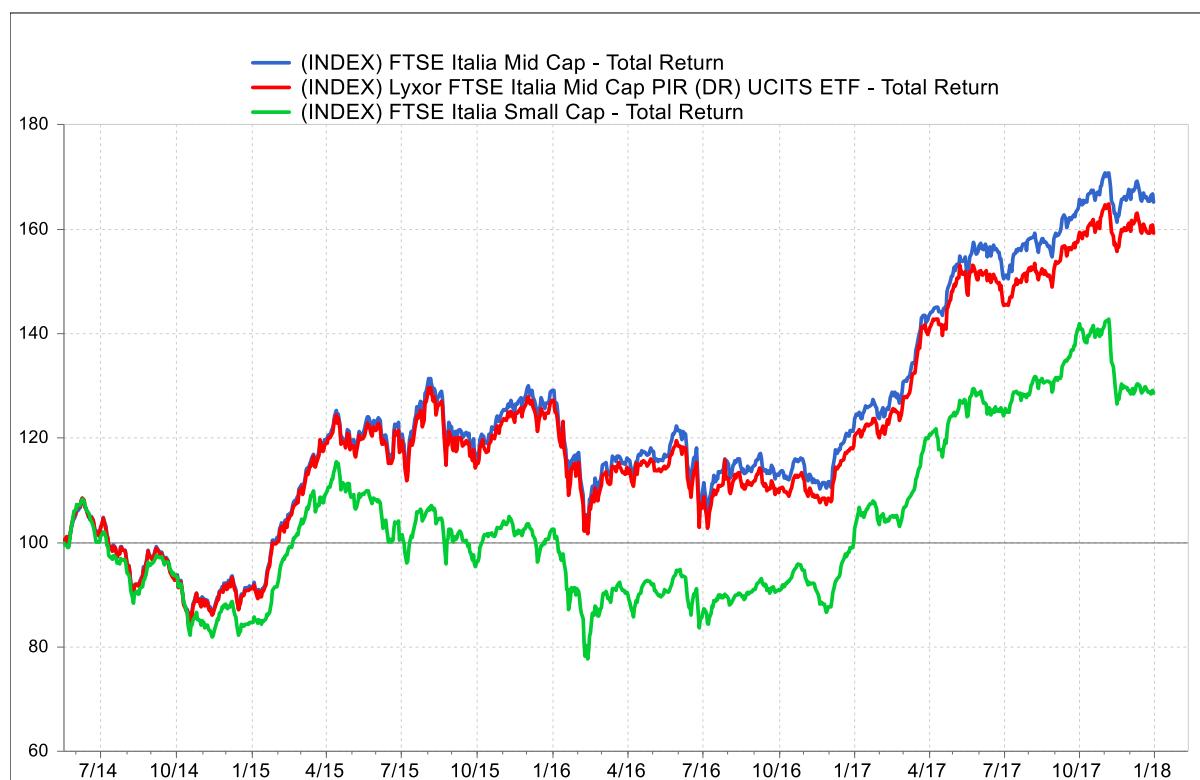
È importante notare che gli indici in quanto tali non sono investimenti fattibili. Sebbene esista un contratto futures sull'indice FTSE MIB e, dallo scorso dicembre, un contratto futures sull'indice [FTSE Italia PIR Mid Cap](#), la scelta pratica per un investitore che vuole acquistare titoli azionari italiani è di selezionare uno dei fondi nell'universo azionario italiano, che sono tipicamente gestiti intorno all'indice FTSE MIB, o di acquistare un ETF esplicitamente indicizzato. Questo è il fondamento logico per confrontare la nostra performance con la media dei fondi azionari Italia e con l'ETF iShares. Quest'ultimo (disponibile da marzo 2010) traccia da vicino l'indice MIB, anche se le commissioni di gestione, sebbene molto ridotte rispetto alle normali commissioni sui fondi, creino nel tempo un divario cumulativo di rendimento:



Fonte: Factset

La comparazione del MIF con la media ponderata dei fondi e con l'ETF iShares risponde alla domanda: che vantaggio ha avuto un investitore del MIF rispetto ad altri investitori che hanno scelto altri fondi, o che hanno declinato la scelta e preferito l'investimento passivo? La risposta finora è: molto alto. Il MIF è l'unico fondo azionario italiano che, dalla nostra data di partenza, ha avuto una performance superiore al 50%. In particolare, nel 2017 il rendimento del MIF è stato superiore di 15 punti percentuali al rendimento del fondo medio ponderato e quasi il doppio del rendimento dell'ETF iShares. Come riferimento, nel 2017 il rendimento totale (dividendi inclusi) dell'indice FTSE MIB è stato del 17,3% e il rendimento totale (dividendi netti inclusi) dell'indice MSCI Italia – quello più comunemente utilizzato per i confronti internazionali – è stato del 12,8%.

Una domanda diversa è: che risultato ha avuto il nostro fondo, che investe in azioni a bassa capitalizzazione e quindi in nessuna delle società contenute nell'indice MIB, rispetto a un ETF similmente focalizzato? Questo è il motivo per confrontare il MIF con l'ETF Lyxor Mid Cap, che è l'unico ETF non MIB con una storia sufficiente (è iniziato a maggio 2014. Nel 2017 sono stati lanciati un paio di altri ETF basati sui PIR). L'ETF Lyxor segue da vicino l'indice FTSE Italia Mid Cap:



Fonte: Factset

Ma l'indice Mid Cap – che contiene i 60 titoli maggiori dopo i 40 contenuti nell'indice MIB – include molti titoli la cui capitalizzazione di mercato è ben al di sopra del tetto di un miliardo di dollari del MIF. Un indice più comparabile alla nostra scala è l'indice FTSE Italia Small Cap, ma al momento non ci sono ETF che lo seguano. Si noti tuttavia che l'indice Mid Cap e l'ETF Lyxor hanno fatto molto meglio rispetto all'indice Small Cap, specialmente nel 2017. Di conseguenza, sovraperformando l'ETF Lyxor, il nostro fondo è anche ampiamente avanti all'indice Small Cap.

Una questione analoga vale per l'indice FTSE Italia STAR, discusso nelle nostre lettere precedenti. Anche l'indice STAR non ha un ETF che lo tracci – un'opportunità mancata per i fornitori di ETF. Ma ci sono alcuni fondi – quelli più vicini al MIF nel grafico a pagina 1 – che sono strettamente gestiti attorno ad esso e sono quindi altamente concentrati nelle componenti più grandi dell'indice, i cui

primi dieci titoli rappresentano oltre il 50% del valore totale. Infatti, dopo che la Brembo ha abbandonato l'indice lo scorso maggio, il suo più grande componente è diventato BB Biotech, un fondo chiuso svizzero investito in società biotecnologiche globali, che non ha nulla a che fare con l'Italia. Tuttavia, con una capitalizzazione di mercato vicina ai 4 miliardi di euro, il fondo ha un peso dell'8% nell'indice STAR, e quindi un peso simile nei fondi STAR-tracking – una strana idiosincrasia a cui Borsa Italiana dovrebbe trovare rimedio.

Il MIF è investito sin dall'inizio in tre degli attuali dieci titoli principali dell'indice STAR: Banca Ifis, Datalogic e Reply. All'epoca, tutti e tre avevano una capitalizzazione di meno di un miliardo, ma attraverso un forte apprezzamento il loro valore di mercato ha ormai raggiunto circa due miliardi. Insieme a Biesse e Technogym – anch'essi comprati sotto il miliardo di valutazione e che ora valgono rispettivamente 1,3 e 1,8 miliardi (sebbene il secondo non faccia parte dell'indice STAR) – rappresentano le eccezioni alla nostra soglia. Altre società ci si stanno avvicinando, ma non abbiamo regole automatiche per ridurre il loro peso. Il desiderio di vendere un titolo prematuramente al fine di "incassare" un sostanzioso guadagno è una comune tentazione, ed è spesso un errore. La performance passata, positiva o negativa, non è mai un buon indicatore di valore. Ciò che conta è il divario di valutazione.

La prospettiva dinamica

Le nostre decisioni di investimento sono basate sull'esistenza di un ampio divario tra il valore fondamentale di un'azienda e il suo prezzo di mercato. Man mano che questo cresce, il divario si riduce. Ma i valori fondamentali hanno anch'essi una propria dinamica. Mentre la società si evolve, genera flussi di cassa e li reinveste nel business, il suo valore di libro cresce a sua volta e stabilisce una base di valutazione più elevata. Allo stesso tempo, un'azienda che cresce e ha successo può meritare parametri di valutazione più elevati e quindi una riapertura del divario di valutazione. Solo mantenendo una prospettiva così dinamica è possibile comprendere e razionalizzare, ad esempio, la progressione del prezzo delle azioni di Datalogic:



Fonte: Factset

Datalogic è entrata nel portafoglio di prova di quello che era allora il progetto MIF alla fine del 2014 a 9 euro. È poi entrata nel portafoglio effettivo iniziale a maggio 2016 a 15 euro. Successivamente la posizione è stata incrementata più volte, spesso approfittando di cali temporanei di prezzo, che hanno contribuito a mantenere il prezzo medio di acquisizione al di sotto dei 16 euro. Il titolo ha chiuso il 2017 a 31 euro, in aumento del 67% nell'anno, compreso un dividendo di 0,3 euro per azione distribuito a maggio. È ancora nel portafoglio MIF e non abbiamo intenzione di venderlo, poiché pensiamo che la società e il prezzo delle sue azioni continueranno a fare bene (qui un recente articolo del [Financial Times](#) su Datalogic).

Allo stesso tempo, continueremo nel nuovo anno a fare ciò che abbiamo fatto nel 2017: ricercare nuovi e più piccoli titoli che riteniamo abbiano il potenziale per crescere e diventare le storie di successo di domani.

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.