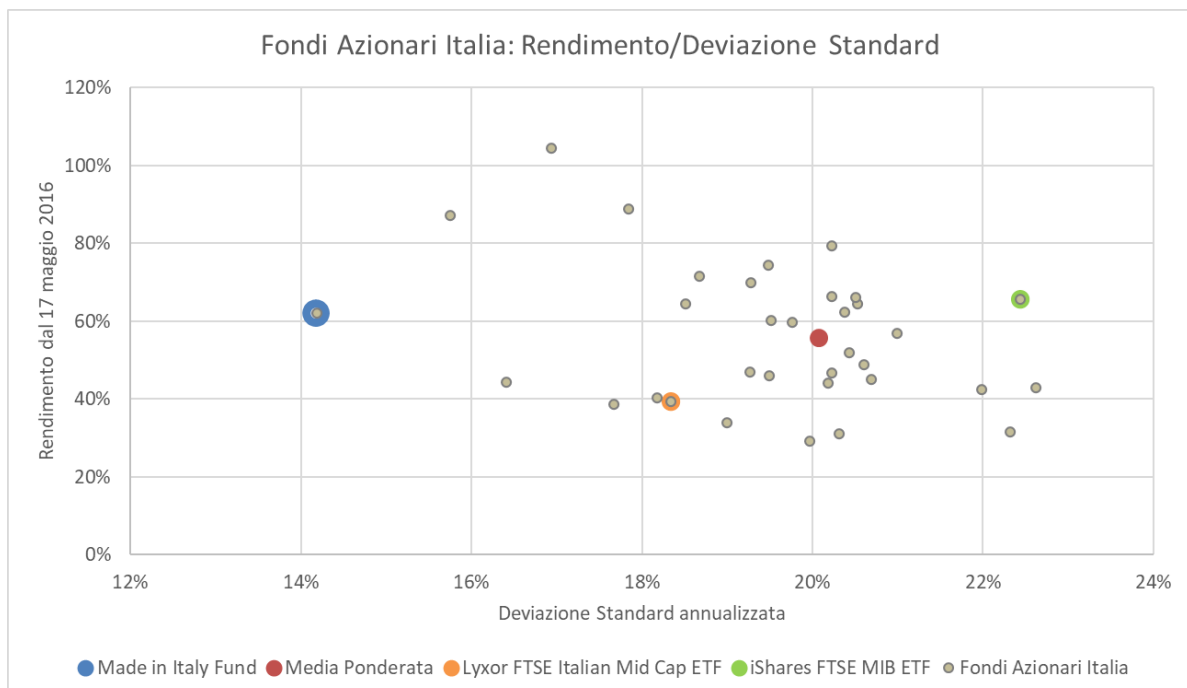


## Lettera agli investitori – Quarto trimestre 2022

Cari investitori,

Il Made in Italy Fund (MIF) ha avuto un rendimento del 3,9% nel quarto trimestre del 2022. Il rendimento dalla data di lancio del fondo (17 maggio 2016) è del 62,1%. I rendimenti sono al netto delle commissioni e di tutti i costi di amministrazione.

Il MIF è rimasto al di sopra dell'universo dei fondi azionari italiani, il cui rendimento medio ponderato dalla nostra nascita è del 55,6%:



Source: Factset

Il rendimento del MIF è significativamente superiore a quello del 39,4% dell'ETF più comparabile – il Lyxor Mid Cap Fund – ma è sceso leggermente sotto a quello del 65,7% 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 14,2%, rispetto al 20,1% della media ponderata dei fondi azionari italiani, al 18,3% dell'ETF Lyxor e al 22,4% dell'ETF iShares.

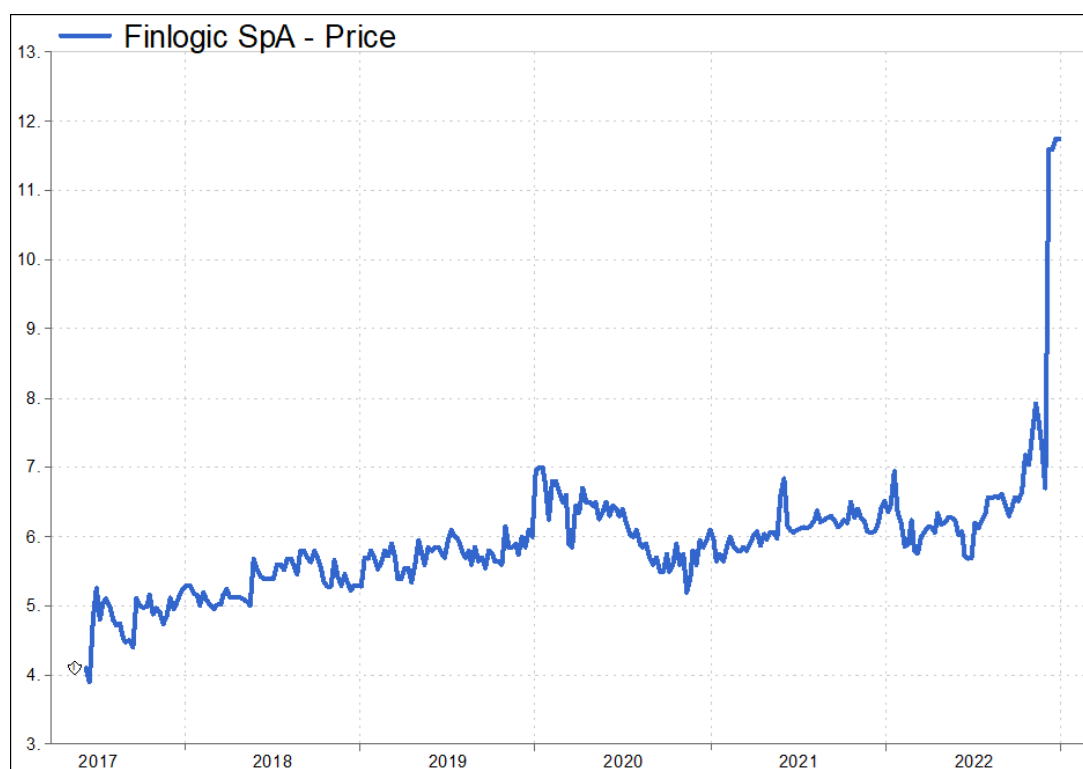
## Quarto trimestre 2022

Il nostro rendimento del 3,9% per il trimestre si confronta con un rendimento medio ponderato del 13,9% per l'universo Azionario Italia, del 12,8% per l'ETF Lyxor e del 15,5% per l'ETF iShares.

Come anticipato nella [nostra lettera del terzo trimestre](#), i mercati azionari globali hanno messo a segno un significativo rimbalzo nel quarto trimestre, con forti progressi ad ottobre e novembre seguiti da un parziale ripiegamento a dicembre. L'indice statunitense S&P 500 ha chiuso il trimestre in rialzo dell'8%, ma le azioni europee hanno registrato progressi più consistenti, con l'indice Euro STOXX in rialzo del 13%, l'indice tedesco DAX del 15% e l'indice italiano MIB del 16%. A differenza del terzo trimestre, in cui le small cap avevano sottoperformato le large cap durante la discesa, i titoli europei a piccola capitalizzazione hanno tenuto il passo nel quarto trimestre, con l'indice Euro STOXX Small e l'indice tedesco MDAX entrambi in crescita del 12%. Ma le small cap italiane non hanno seguito il trend e hanno continuato a sottoperformare l'indice MIB, con l'indice Italia Small Cap in crescita del 6% e l'indice Italia Growth del 5%.

In linea con la sua volatilità costantemente più ridotta, il nostro Fondo è rimasto indietro rispetto all'indice MIB ad ottobre e novembre e lo ha sovraperformato a dicembre. Il risultato netto, tuttavia, è stato nettamente inferiore a quello dei principali confronti. Questo, unito alla sottoperformance del terzo trimestre, ha fatto sì che il Fondo – che aveva tenuto il passo con il mercato nella [prima metà dell'anno](#) – sia andato considerevolmente peggio nel secondo semestre, chiudendo l'intero anno in discesa del -24,5%, rispetto al -12,7% della media ponderata dei fondi, al -18,4% del Lyxor ETF e al -9,7% dell'iShares ETF.

Molti dei nostri titoli hanno ottenuto buoni risultati nel trimestre, a partire dal top performer dello scorso trimestre, **Finlogic**, che all'inizio di dicembre ha ricevuto un'offerta pubblica di acquisto a 12 euro per azione, il 69% in più rispetto alla chiusura del giorno precedente, e ha chiuso il trimestre con un rialzo del 79%, che si è aggiunto al 15% del terzo trimestre, per un apprezzamento totale dell'84% nel 2022:



Come abbiamo detto nella lettera del terzo trimestre, il titolo è in portafoglio dal secondo trimestre del 2017, quando lo abbiamo acquistato per la prima volta in IPO 3,6 euro per azione. Successivamente abbiamo incrementato la nostra posizione e dal 2018 all'inizio del 2021 la società è stata la prima o la seconda partecipazione in portafoglio. Tuttavia, con la crescita del Fondo nel 2021 e la partecipazione a nuove IPO, il peso del titolo è sceso a una dimensione inferiore. Di conseguenza, l'impatto positivo dell'acquisizione, benché considerevole, non è stato così grande come sarebbe stato negli anni precedenti.

Tra le altre buone performance si segnalano **Estrima**, che ha chiuso il trimestre in rialzo del 30%, recuperando così gran parte della perdita del terzo trimestre; **Cembre** – di cui abbiamo parlato nella lettera del terzo trimestre – in rialzo del 29%, molto vicino alla chiusura del 2021; la nostra top-5 holding **The Italian Sea Group**, acquistata in IPO nel secondo trimestre del 2021 a 4,9 euro per azione e che ha chiuso il trimestre in rialzo del 27% a 5,7 euro; **Pattern**, acquistata in IPO nel terzo trimestre 2019 a 3,25 euro per azione e in crescita del 27% nel trimestre a 6,7 euro; **Matica Fintec**, acquistata in IPO nel quarto trimestre 2019 a 1,7 euro per azione e in crescita del 26% nel trimestre a 2,6 euro; un titolo rimasto indietro lo scorso trimestre, **Landi Renzo**, in crescita in questo del 26%; **Racing Force**, in crescita del 24% oltre all'apprezzamento del 7% nel terzo trimestre; **Intred** e **Websolute**, anch'essa rimasto indietro lo scorso trimestre, in crescita del 19%.

Molti altri titoli hanno registrato una performance positiva nel trimestre, anche se inferiore a quella dell'indice MIB. Tra questi, la nostra top holding **EdiliziAcrobatica**, che ha registrato un ulteriore aumento del 5%. La performance complessiva del Fondo, tuttavia, è stata frenata dai contributi negativi di alcuni titoli, in particolare **Vantea Smart** (-30%), **Tecma Solutions** (-19%) e l'IPO dello scorso trimestre **Solid World Group** (-14%). Nessuno di questi cali di prezzo ha una giustificazione fondamentale e non dubitiamo che saranno recuperati a tempo debito.

Nel corso del trimestre siamo usciti da una posizione e all'inizio di dicembre abbiamo partecipato a una nuova IPO:

**Erredue**. L'azienda progetta e produce generatori di gas, miscelatori e depuratori che consentono alle aziende di vari settori di produrre in loco i propri gas tecnici – idrogeno pulito generato dall'elettrolisi, azoto e ossigeno – evitando così l'acquisto e lo stoccaggio di bombole di gas. Recentemente, l'azienda ha esteso il proprio know-how alle celle a combustibile a Membrana Elettrolitica Polimerica (PEM). Gli utenti includono siti industriali, laboratori e strutture mediche. Le applicazioni comprendono le transizioni energetiche come i trasporti a idrogeno e la decarbonizzazione industriale, attraverso grandi generatori di idrogeno (1-5 MW) applicati alla mobilità ecologica tramite stazioni di rifornimento di idrogeno, sistemi power-to-gas e metano sintetico. Nel 2023 è prevista un'importante espansione, attraverso la costruzione di un nuovo grande impianto che aumenterà la capacità da 8 a 60 MW all'anno.

Riteniamo che l'azienda abbia acquisito un chiaro vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti attuali e ai potenziali entranti, grazie all'esperienza accumulata e alla conoscenza approfondita, che si traducono in tecnologie proprietarie, difficili da replicare, ed efficienti. La generazione in loco guadagnerà slancio in quanto gli utenti richiedono soluzioni su misura e flessibili rispetto all'acquisto di bombole di gas standard. Inoltre, la produzione in loco è più sicura, più economica e più ecologica. Il bilancio è solido e l'attività ha una bassa intensità di capitale ed è generativa di cassa.

La società ha una capitalizzazione di mercato di 75 milioni e un fatturato previsto per il 2022 di 13 milioni, destinato a crescere rapidamente nei prossimi anni con eccellenti margini di profitto. Il prezzo di IPO è stato di 12 euro per azione. Il titolo ha chiuso il trimestre a 11,6 euro.

L'attuale composizione settoriale del Fondo è la seguente:

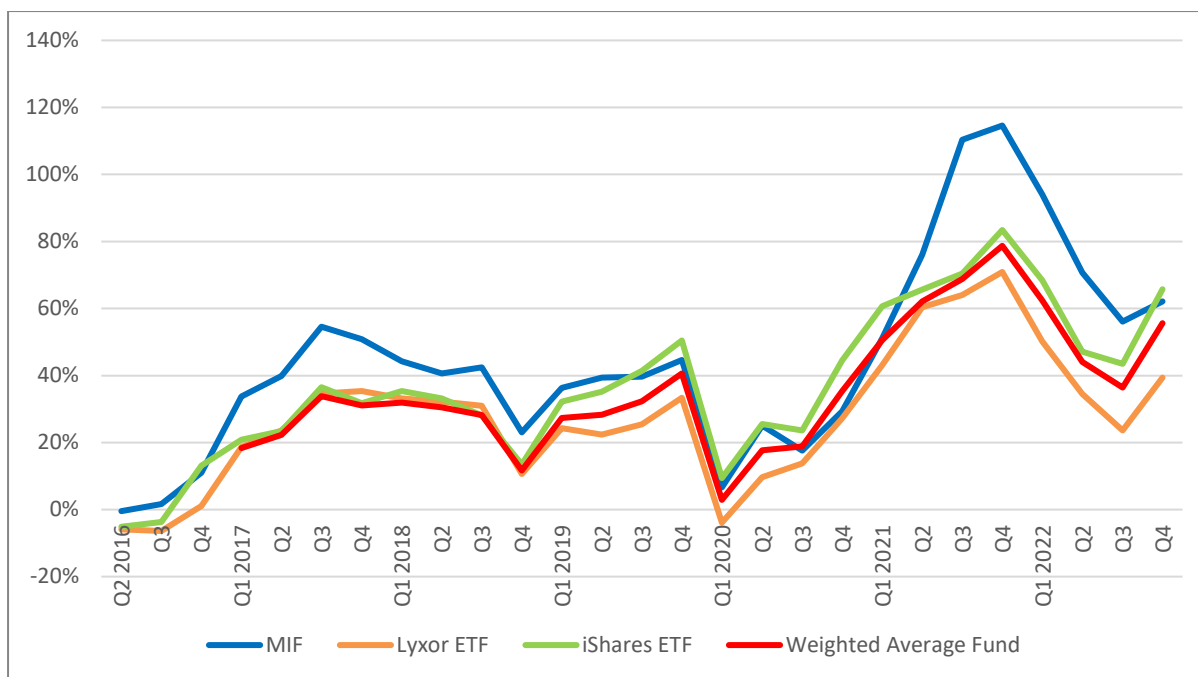
	Numero di società	% Peso
Prodotti manifatturieri	6	13,8%
Tecnologia elettronica	3	5,6%
Industria di processo	2	2,6%
Beni di consumo non durevoli	1	1,7%
Beni di consumo durevoli	3	6,3%
Servizi Industriali	1	6,5%
Servizi commerciali	6	12,8%
Servizi al consumo	3	6,2%
Servizi tecnologici	8	21,2%
Servizi di distribuzione	1	2,9%
Tecnologia sanitaria	2	4,8%
Commercio al dettaglio	1	3,1%
Comunicazione	1	2,3%
Servizi finanziari	3	4,3%
Servizi di pubblica utilità	2	4,1%
Totale	43	98,2%
Warrants + liquidità		1,8%

### Ci siamo già passati

La nostra sottoperformance nella seconda metà dell'anno è particolarmente deludente, in quanto contrasta con gli eccellenti risultati finanziari del primo semestre riportati dalle nostre società, come illustrato nella nostra lettera del terzo trimestre. Abbiamo avuto ragione anche nell'anticipare un quarto trimestre positivo, contro le fosche previsioni della maggior parte dei commentatori di mercato. In effetti, come abbiamo visto, il rimbalzo è stato robusto e diffuso nella maggior parte dei mercati azionari, soprattutto in Europa, comprendendo sia le large cap che le mid e small cap. Ad eccezione dell'Italia, tuttavia, dove la performance delle small cap è stata decisamente più contenuta, e la nostra anche un po' più bassa.

A seguito di tale sottoperformance, il nostro rendimento da inizio gestione, pur rimanendo saldamente al di sopra del più comparabile ETF Lyxor e del rendimento medio ponderato dei fondi azionari italiani, è ora leggermente inferiore all'ETF iShares MIB.

Per quanto questo ci dispiaccia, in realtà non siamo preoccupati. Come i nostri lettori abituali ricorderanno, ci siamo già passati. Il grafico seguente riporta il nostro rendimento da inizio gestione rispetto ai rendimenti dei due ETF e al rendimento medio ponderato dei fondi Azionari Italia esistenti alla fine di ogni trimestre (Nota: il numero di fondi varia nel tempo, poiché alcuni vengono chiusi e altri creati):



Il grafico mostra che il MIF ha costantemente raggiunto il suo obiettivo primario: essere una scelta migliore rispetto all'ETF più comparabile – non trimestre per trimestre, o anche anno per anno, ma nel lungo periodo. Il nostro rendimento dall'inizio è *sempre* stato superiore al rendimento equivalente dell'ETF Lyxor, al netto delle commissioni e dei costi amministrativi. Inoltre, tale extra rendimento è stato ottenuto con una volatilità significativamente inferiore, come mostra il grafico in prima pagina delle nostre lettere trimestrali.

Il MIF ha raggiunto anche il suo secondo obiettivo: essere una scelta migliore rispetto alla media dei fondi comuni di investimento in azioni italiane. Ad eccezione di due trimestri nel mezzo della pandemia del 2020, il nostro rendimento a lungo termine è stato costantemente superiore al rendimento equivalente della media ponderata dei fondi Azionari Italia, sempre al netto delle commissioni e di tutti i costi amministrativi. E anche qui tale extra rendimento è stato ottenuto con una volatilità molto più bassa.

Poiché la maggior parte dei fondi Azionari Italia sono investiti intorno all'indice di riferimento del mercato principale MIB, il loro rendimento medio ponderato è altamente correlato al rendimento dell'ETF iShares MIB, anche se è in generale un po' inferiore a causa delle commissioni più elevate. Il grafico mostra che il MIF ha in larga parte raggiunto il suo terzo obiettivo: essere una scelta migliore rispetto all'ETF MIB. Come abbiamo detto, tuttavia, c'è stato un periodo, tra il 2019 e il 2020, in cui il nostro rendimento a lungo termine è rimasto temporaneamente indietro. Come spiegato nella nostra lettera del [terzo trimestre del 2019](#), questo è stato il risultato di un divario di performance tra le azioni a grande capitalizzazione e quelle a piccola capitalizzazione, iniziato nel 2018 e proseguito nel 2019, nello stesso momento in cui, con movimento contrario, noi stavamo aumentando la nostra esposizione alle azioni AIM *a più piccola* capitalizzazione, che avevano fino ad allora ampiamente sottoperformato entrambe. Fu un momento difficile, ma abbiamo mantenuto la barra dritta e con il [terzo trimestre del 2021](#) siamo ritornati su in abbondanza.

Allo stesso modo, il risultato del 2022 ci lascia insoddisfatti. L'anno si è rivelato molto diverso da quello che ci aspettavamo all'inizio. Chiaramente non credevamo di ripetere lo straordinario risultato del 2021. Ma avevamo previsto un altro anno positivo, in termini assoluti e relativi. Per questo, sfidando il [primo trimestre negativo](#), abbiamo preso un impegno: Non torneremo alla media.

Alla fine del secondo trimestre negativo, abbiamo spiegato perché, a nostro avviso, il derating generalizzato delle azioni mondiali, e in particolare del nostro portafoglio, non aveva senso. Fino a quel momento, tuttavia, il nostro rendimento negativo era in linea con i nostri confronti. Ma nel terzo trimestre negativo le small cap hanno fatto nettamente peggio delle large cap in tutta Europa, compresa l'Italia e la maggior parte dei nostri titoli, nonostante gli ottimi risultati del primo semestre. Anche in questo caso abbiamo sottolineato l'incongruenza di questi ribassi indiscriminati e abbiamo spiegato perché la cosa migliore da fare in queste circostanze è stare fermi e non fare nulla. Abbiamo anche notato la rarità di tre trimestri negativi consecutivi e, contro il sentimento ribassista prevalente sul mercato, abbiamo azzardato la previsione di un quarto trimestre positivo. Abbiamo avuto ragione: i titoli a grande e piccola capitalizzazione hanno registrato un forte rimbalzo, soprattutto in Europa. Ma ahimè non in Italia, dove, come abbiamo detto, le small cap – e con esse il nostro Fondo – hanno registrato una performance positiva ma più debole.

La nostra sottoperformance del secondo semestre rispetto all'indice MIB è stata abbastanza ampia da portare il nostro rendimento a lungo termine leggermente al di sotto dell'ETF iShares MIB, come era accaduto nel terzo trimestre del 2019. Si tratta di un episodio isolato o dell'inizio di un nuovo periodo di sottoperformance delle small cap? Non possiamo saperlo, ma sappiamo che i nostri titoli erano attraentemente valutati all'inizio del 2022 e sono diventati ancora più attraenti a fine anno. Nulla è successo alle nostre società che ci abbia indotto ad abbassare le nostre valutazioni fondamentali. Al contrario, i risultati del primo semestre hanno rafforzato le nostre tesi d'investimento, e i cali di prezzo hanno ampliato il divario di valutazione. Non sappiamo quando il divario si chiuderà, ma sappiamo che accadrà. Le acquisizioni a premio di BE nel primo trimestre (+31%), di Piteco nel secondo (+24%) e di Finlogic nel quarto (+69%) sono una chiara indicazione del valore represso nei nostri titoli.

## **E ora?**

Abbiamo concluso la lettera del terzo trimestre con l'invito a mettere a lavoro la liquidità, e siamo lieti che alcuni investitori ci abbiano ascoltato. Dopo un quarto trimestre in sordina, rafforziamo il messaggio. Prevedere che il 2023 sarà un anno migliore del 2022 non richiede un grande sforzo di immaginazione. Siamo convinti che lo sarà. Le pressioni inflazionistiche hanno richiesto più tempo del previsto ad essere represses, ma sembrano ridursi nella maggior parte dei Paesi – come avevamo previsto nella lettera del secondo trimestre – mentre i tassi di interesse sono tornati a livelli più normali. La crescita economica potrebbe essere più lenta e alcuni Paesi potrebbero flirtare con una lieve recessione, ma la probabilità che si verifichino i terribili scenari di stagflazione ventilati qualche tempo fa sembra più remota. La guerra ucraina è in corso da quasi un anno e continua a destare preoccupazioni. Ma la probabilità di una risoluzione positiva, magari attraverso un cambio di regime in Russia, è aumentata. Potrebbero emergere altre sorprese negative, tra cui una recrudescenza di nuove varianti Covid. Ma, nel complesso, sembra abbastanza verosimile affermare che il 2023 sarà un anno almeno più stabile del 2022, e quindi più favorevole ad un migliore contesto di mercato, in cui gli investitori che finora hanno preferito tenersi in disparte potranno assumere un atteggiamento più costruttivo. In questo contesto i nostri titoli avranno possibilità ben maggiori di esprimere il loro potenziale di apprezzamento.

## 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.