

CARISSIMI AZIONISTI,

STRANA TEMPORA CURRUNT !

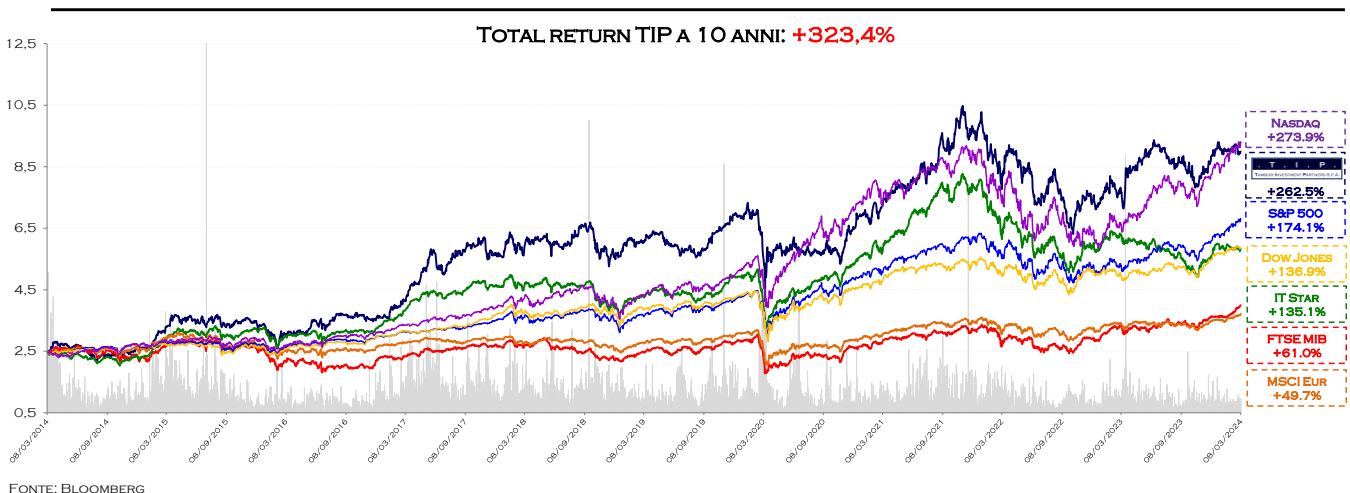
HO PREFERITO INIZIARE COSÌ LA LETTERA DI QUEST'ANNO PERCHÉ È LA STRANEZZA DI TANTI EVENTI RECENTI CHE COLPISCE PIÙ DI OGNI ALTRA COSA. NON SONO IN GRADO DI ENTRARE NEI MEANDRI DELLA POLITICA NÉ DELLA GEOPOLITICA, MA LE QUESTIONI ECONOMICHE CERCO DI CAPIRLE. LA FATICA NON È TANTO PER QUELLA ORMAI ENDEMICA INCERTEZZA SU CUI J. GALBRAITH SCRISSE UN GRAN LIBRO PIÙ DI QUARANT'ANNI FA E CHE CONTINUA AD ESSERE ATTUALE, MA PERCHÉ I FENOMENI CHE VIVIAMO IN QUESTI TEMPI SONO VERAMENTE PECULIARI, PARTICOLARI.

STRANI APPUNTO, IN PARTE ANCHE CONTRADDITTORI.

COME DA TRADIZIONE, PRIMA DI ALLARGARE OGNI DISCORSO, È DOVEROSO UN CENNO SU **TIP**. IL 2023 È STATO UN ALTRO ANNO ECCEZIONALE, CON UN TOTAL RETURN DI OLTRE IL 28%, 149 MILIONI DI UTILI PRO FORMA E UN PATRIMONIO CRESCIUTO AD OLTRE 1,4 MILIARDI, DOPO 42 MILIONI TRA DIVIDENDI DISTRIBUITI E ULTERIORI ACQUISTI DI AZIONI PROPRIE, ORA AL 10,3% DEL CAPITALE.

LA CONFERMA DI AVERE, A DIECI ANNI, UN TITOLO CHE CONTINUA AD ANDAR MEGLIO DI QUASI TUTTI GLI INDICI INTERNAZIONALI E NAZIONALI, CI RENDE MOLTO SODDISFATTI. ANCHE PERCHÉ LE BORSE, NEL 2023, TRA LE VARIE STRANEZZE, HANNO VISTO PREMIATE LE BANCHE, I TITOLI A GRANDE CAPITALIZZAZIONE ED ALCUNI LEGATI ALLA TECNOLOGIA. MA LE MID E SMALL CAP, SALVO ECCEZIONI, SONO STATE SNOBBATE. IL CONSUETO GRAFICO DEL PARAGONE A DIECI ANNI È SEMPRE SIGNIFICATIVO.

TITOLO TIP VERSO ALCUNI INDICI DALL'8/3/2014 ALL'8/3/2024



LE INFORMAZIONI CONTENUTE NELLA PRESENTE HANNO CARATTERE PURAMENTE INFORMATIVO; LA PRESENTE LETTERA NON COSTITUISCE IN ALCUN MODO NÉ SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO, NÉ INDICAZIONE PER EVENTUALI ACQUISTI.

UN ANNO FA ERAVAMO TEMPESTATI DA MESSAGGI SULL'INFLAZIONE CHE NON SI RIUSCIVA A SCONFIGGERE, SUGLI ALTI TASSI DI INTERESSE E SULLA RECESSIONE IN ARRIVO. SUL PIANO POLITICO C'ERA (SOLO) IL CONFLITTO IN UCRAINA CHE PREOCCUPAVA, ANCHE PER L'INCERTEZZA SULLA POSIZIONE DELLA CINA.

NEL CORSO DEL 2023 L'INFLAZIONE HA COMINCIATO A SCENDERE DOVUNQUE, SPESSO PIÙ DEL PREVISTO, LA RECESSIONE GLOBALE SI È ALLONTANATA DI MESE IN MESE E LA CINA HA MOSTRATO DI AVERE PIÙ PREOCCUPAZIONI ECONOMICHE INTERNE CHE INTROMISSIONI SU TEMI ESTERNI. I TASSI SONO RIMASTI ALTI.

PARTIREI PROPRIO DAI TASSI. LE BANCHE CENTRALI HANNO COSÌ BEN CAPITO DI AVER FATTO ERRORI MADORNALI NELL' AVERLI ABBASSATI TROPPO E PER TROPPO TEMPO, CHE ADESSO CERCANO OGNI PRETESTO PER RINVIARE OGNI TAGLIO. LE "SPECULATIONS" SUI RIBASSI SI RINCORRONO OGNI GIORNO; BANCHE, ECONOMISTI ED OPERATORI CONTINUANO A FARE PREVISIONI SUL NUMERO DEI TAGLI ATTESI, SULLE LORO ENTITÀ ED ANCHE SULLE DATE PRESUMIBILI DEGLI ANNUNCI. UN ESERCIZIO PIETOSO DA PARTE DI PERSONE CHE COSÌ DIMOSTRANO QUANTO SIANO LONTANE DALL'ECONOMIA REALE, CIOÈ DA QUELLO CHE CONTA DAVVERO. MA COSA PUÒ CAMBIARE SE UN ANNUNCIO VIENE DATO A MAGGIO O A LUGLIO ? O SE I TAGLI SARANNO DUE, TRE O QUATTRO SE NON SE NE CONOSCE L'ENTITÀ ?

LA COSA PIÙ IMPORTANTE È CHE IL MERCATO HA REALIZZATO CHE DEI RIBASSI ARRIVERANNO ED ADDIRITTURA IL MONDO DEI BOND È SUBITO ANDATO IN BOLLA PERCHÉ IMPRESE E BANCHE CERCANO DI ANTICIPARE LE DECISIONI; STIAMO PASSANDO DALLA CERTEZZA DI UN TREND AD UN'INTERPRETAZIONE MOLTO PROBABILMENTE ECCESSIVA. ALTRE STRANEZZE.

I RIBASSI CI SARANNO, MA, CREDO, CON GRANDE GRADUALITÀ ED IN MISURA LIMITATA, PROPRIO PER LA PRESA DI COSCIENZA - EX POST - DELLE BANCHE CENTRALI. I RIBASSI HANNO ANCHE MESSO LE ALI ALLE BORSE, MILANO IN PRIMIS; NEL 2023, A DISPETTO DEI TANTI SCETTICI E DEGLI ESTEROFILI AD OLTRANZA, È ANDATA MEGLIO DI QUASI TUTTI. IL NASDAQ SALE DA MESI, MA ESSENZIALMENTE PER I FAANG. IL RESTO SEMBRA DIMENTICATO. IN EUROPA LE SMALL E MID CAP TRATTANO ALLO SCONTO SUI FONDAMENTALI PIÙ ALTO CHE SI RICORDI PERCHÉ TUTTI RINCORRONO LE GRANDI E QUELLE BANCHE CHE, PROPRIO GRAZIE ALLA FORBICE SUI TASSI, MA ANCHE PER AVER FATTO IL DERISKING PIÙ GRANDE DELLA STORIA SULLE SPALLE DEI GOVERNI, BENEFICIANO DI UNA STAGIONE INSUPERATA QUANTO ECCEZIONALE. IL LIVELLO DELLO SCONTO DEI MERCATI EUROPEI RISPETTO A QUELLI AMERICANI (33%

SUL P/E) È AI MASSIMI. LE PAURE DEGLI OPERATORI FAN SÌ CHE GLI INVESTIMENTI SI CONCENTRINO SULLE GRANDI CAPITALIZZAZIONI, CHE IN MOLTI CASI SONO AI RECORD DI SEMPRE. RECORD PERALTRO GIUSTI, PERCHÉ I RISULTATI EFFETTIVI DI BILANCIO DI MOLTE AZIENDE SONO AI MASSIMI LIVELLI MAI RAGGIUNTI; ANCHE CENTINAIA DI ALTRE SOCIETÀ HANNO AVUTO RISULTATI SIMILI, MA LE BORSE CONTINUANO A NON ACCORGERSENE.

DA QUALCHE SETTIMANA MOLTI OPERATORI SEGNALANO CHE IL 2024 SARÀ L'ANNO DELLE MID CAP. SPERIAMO CHE ALMENO SU QUESTO NON SBAGLIAMO LE PREVISIONI, O MEGLIO GLI ORIENTAMENTI, PERCHÉ ORMAI LE PREVISIONI IN QUANTO TALI SI SONO DIMOSTRATE TALMENTE FALLACI DA SCORAGGIARE TUTTI.

VENIAMO A **TIP**. CON IL DATO DEL TOTAL RETURN NEL 2023 SOPRA AL 28% SI ABBASSA UN PO' LA PERFORMANCE DECENNALE DEL TITOLO **TIP**, CHE AD OGGI SI MANTIENE SU UN 323%, CHE CORRISPONDE AD UN 32,3% MEDIO, UN DATO PIUTTOSTO BUONO. CERTAMENTE RARO. SE POI SI CONSIDERASSE IL GRADO DI DIVERSIFICAZIONE DIMENSIONALE, SETTORIALE E DI "VINTAGE", CI SI RENDEREBBE CONTO CHE IL RISCHIO IMPLICITO NEL TITOLO **TIP** È BASSISSIMO.

LA SUDDIVISIONE SETTORIALE DEGLI INVESTIMENTI DEL GRUPPO, AL VALORE PER NOI CORRETTO, CIOÈ IL V.I.N.* È RIASSUNTA NELLA TABELLA CHE SEGUE.

T.I.P. - V.I.N. - VALORE INTRINSECO NETTO*

VIN PER SETTORE		VIN PER ANNO DI INVESTIMENTO	
LUSO E DESIGN	24%	PRE 2008	12%
INDUSTRIA E TECNOLOGIA	20%	2009/2012	8%
IT, DIGITAL, INNOVAZIONE	17%	2013/2014	10%
FOOD, RETAIL E TURISMO	17%	2015/2016	8%
SALUTE	11%	2017/2018	11%
AZIONI PROPRIE	10%	2019/2020	26%
		2021/2023	24%

~ 2,7 MILIARDI
(OLTRE 3 MILIARDI ESCLUSA LA PFN)

~ 2 MILIARDI DI PLUSVALENZE
RISPETTO AL COSTO

> 14 EURO PER AZIONE

*V.I.N. - VALORE INTRINSECO NETTO - CALCOLO INTERNO DELLA VALUTAZIONE AGGREGATA DELLE QUOTE DETENUTE NELLE PARTECIPATE SULLA BASE DEI BUSINESS PLAN DA NOI ELABORATI.








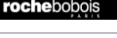

LE INFORMAZIONI CONTENUTE NELLA PRESENTE HANNO CARATTERE PURAMENTE INFORMATIVO; LA PRESENTE LETTERA NON COSTITUISCE IN ALCUN MODO NÉ SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO, NÉ INDICAZIONE PER EVENTUALI ACQUISTI.








COME SI È VISTO IL VALORE PER NOI “CORRETTO” DELLE PARTECIPAZIONI HA PORTATO IL **V.I.N. - VALORE INTRINSECO NETTO DEL TITOLO TIP OLTRE I 14 EURO, CONTRO UN PREZZO DI BORSA CHE DA TEMPO È ATTORNO A 9**. ANCHE **TIP** EVIDENTEMENTE OGGI FA PARTE DELLA SCHIERA DEI TITOLI DIMENTICATI, DELLE VITTIME DEI DISINVESTIMENTI DEI P.I.R., DELLE CAPITALIZZAZIONI DA MOLTI CONSIDERATE UNA SORTA DI “SERIE B”. UN GRAN PECCATO.

ANCHE PERCHÉ SE SOLO PRENDESSIMO LA CAPITALIZZAZIONE DI TIP AL NETTO DELLE AZIONI PROPRIE DI 1,5 MILIARDI E LA PARAGONASSIMO AI PREZZI DI MERCATO DI OGGI DELLE SOLE PARTECIPATE QUOTATE - 1,4 MILIARDI - VERREBBE CHE TUTTE LE NON QUOTATE, IL CUI EBITDA AGGREGATO È DI OLTRE 600 MILIONI, SONO VALUATE POCCHISSIMO DAL MERCATO.

PER CUI CONTINUIAMO, CONVINTISSIMI, A FARE BUY BACK.

I DATI ESSENZIALI DELLE PRINCIPALI PARTECIPATE, CIOÈ QUELLE CHE RAPPRESENTANO L’85% CIRCA DEGLI OLTRE 3 MILIARDI DI V.I.N. AL LORDO DEI DEBITI, SONO RIPORTATI NEL SEGUITO E LA COSA PIÙ IMPORTANTE È CHE ANCHE NEL 2023 QUASI TUTTE HANNO AVUTO ANCORA CRESCITA, ANCHE SU QUEL 2022 CHE RISENTIVA POSITIVAMENTE DELLO STRAORDINARIO SVILUPPO POST PANDEMIA, CON MARGINI SEMPRE OTTIMI. NUMERI VERAMENTE STUPENDI.

SOCIETÀ QUOTATE				
	RICAVI 2023 (€ MLN)	RICAVI 2023 vs 2022	EBITDA MARGIN ADJ. 2023	PFN / EBITDA ADJ.
	2.260	6,7%	24,0%	1,5x
	473	-13,7%	10,2%	0,9x
HUGO BOSS	4.197	15,0%	17,9%	0,3x
	2.240	7,8%	24,0%	0,9x
	311	16,6%	17,5%	0,3x*
	2.984	14,7%	41,1%	Liq.
	1.534	1,4%	11,9%	0,9x
	15.354	-1,1%**	10,6%	0,7x
	430	5,1%	19,8%	Liq.
	~ 3.300	13,5%	7,4%	Liq.*
MEDIA			18,4%	

SOCIETÀ NON QUOTATE				
	RICAVI 2023 (€ MLN)	RICAVI 2023 vs 2022	EBITDA MARGIN ADJ. 2023	PFN / EBITDA ADJ.
	2.228	39,9%	6,4%	1,5x
	1.276	23,4%	12,2%	Liq.
BENDING SPOONS	360	140,1%	N.D.	N.D.
	251	11,0%	13,2%	2,1x
	176	4,4%	25,7%	Liq.
	664	9,7%	6,3%	1,2x
	50	9,2%	~10,0%	Liq.
	107	19,8%	9,6%	0,6x
LIMONTA ****	187	-4,5%	23,6%	Liq.
	82	9,4%	27,7%	Liq.
MEDIA			15,0%	

DATI ACTUAL O STIMATI. *PFN BANCARIA. **CRESCITA ORGANICA. *** I DATI 2023 INCLUDONO I RICAVI DELLE ATTIVITÀ JUMBO OGGETTO DI CESSIONE

LE INFORMAZIONI CONTENUTE NELLA PRESENTE HANNO CARATTERE PURAMENTE INFORMATIVO; LA PRESENTE LETTERA NON COSTITUISCE IN ALCUN MODO NÉ SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO, NÉ INDICAZIONE PER EVENTUALI ACQUISTI.

NEL 2023 ABBIAMO INVESTITO 144 MILIONI E DISINVESTITO PER 190.

IL MAGGIOR INVESTIMENTO È STATO IN **IDB - ITALIAN DESIGN BRANDS** - GRUPPO DI DESIGN, ARREDAMENTO ED ILLUMINAZIONE DI ALTA GAMMA NEL QUALE CREDIAMO MOLTO. ED AL QUALE STIAMO DEDICANDO E DEDICHEREMO TUTTO IL TEMPO NECESSARIO PERCHÉ LA SUA CRESCITA - SIA ORGANICA CHE PER ACQUISIZIONI - SIA FORTE, SOLIDA ED IN GRADO DI DARE AL PAESE (NON SONO ESCLUSE ACQUISIZIONI ALL'ESTERO) UN PUNTO DI RIFERIMENTO CHIARO IN UN SETTORE NEL QUALE L'ITALIA È LEADER MONDIALE, MA CON TROPPIA FRAMMENTAZIONE.

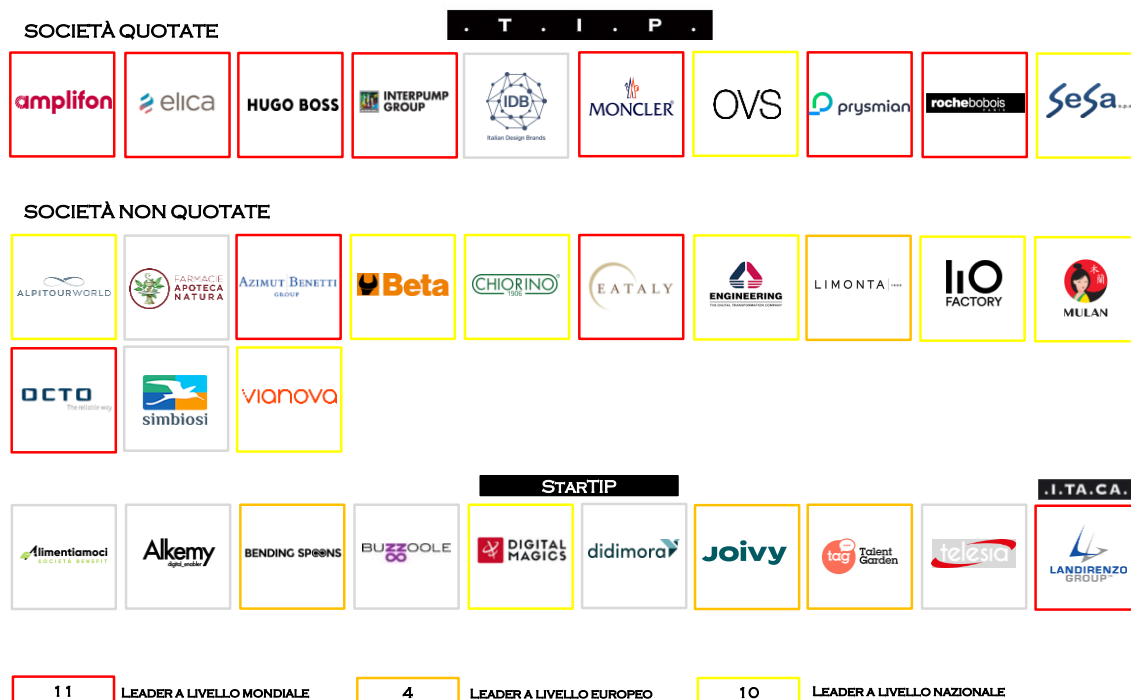
IDB NON È IL PIÙ GRANDE GRUPPO ITALIANO DEL SETTORE MA IL PROGETTO CHE ABBIAMO IN MENTE È QUELLO DI CERCARE DI DIVENTARLO. LA QUOTAZIONE IN BORSA - STUDIATA IN CONTEMPORANEA ALLA NOSTRA ENTRATA CON UN SISTEMA PIUTTOSTO INNOVATIVO - PUÒ ESSERE LA LEVA IN PIÙ CON CUI ACCELERARE TALE SVILUPPO. OGGI IDB HA UN FATTURATO DI OLTRE 300 MILIONI, QUASI 55 MILIONI DI EBITDA, UNA FORTE CONVERSIONE IN CASSA DEI RISULTATI E POCHISSIMI DEBITI BANCARI, PER CUI SI PONE TRA I MAGGIORI, PIÙ COMPLETI E PIÙ DINAMICI OPERATORI DEL SETTORE; LA SUA ARTICOLAZIONE TRA ARREDAMENTO, ILLUMINAZIONE, CUCINE E SISTEMI D'ARREDO, TUTTI DI ALTO LIVELLO, INSIEME ALLE FORNITURE CHIAVI IN MANO PER I NEGOZI DI MOLTE DELLE PIÙ IMPORTANTI MAISON MONDIALI DEL LUSSO, NE FA UN VERO UNICUM A LIVELLO INTERNAZIONALE.

CON IDB VORREMMO RIPERCORRERE LE TAPPE DI CRESCITA CHE SONO STATE IMPRESSE IN **INTERPUMP** (OLTRE 40 ACQUISIZIONI DA QUANDO SIAMO ENTRATI NEL SUO CAPITALE, 21 ANNI FA), **AMPLIFON** (OLTRE 20 ACQUISIZIONI IN 14 ANNI), **SESA** (OLTRE 50 IN SOLI 5 ANNI), **PRYSMIAN** (5 OPERAZIONI, DI CUI 2 MOLTO GRANDI), IN **BETA** (6 ACQUISIZIONI), IN **BENDING SPOONS** (9 ACQUISIZIONI) O ANCHE IN **MONCLER** (UNA GRANDE ACQUISIZIONE E NEGOZI TRIPLICATI IN 11 ANNI), IN **ROCHE BOBOIS**, CON IL FORTISSIMO INCREMENTO DEI NEGOZI DIRETTI IN TUTTO IL MONDO, O IN **OVS**, DOVE, OLTRE AI NOTEVOLI INTERVENTI SUI PUNTI VENDITA, SONO STATI AGGIUNTI 7 BRAND IN MENO DI 4 ANNI.

IL MAGGIOR DISINVESTIMENTO DEL 2023 È STATO IN **PRYSMIAN**, FANTASTICO GRUPPO NEL QUALE SIAMO DA 14 ANNI, MA IN CUI DA UN PO' DI TEMPO NON SIAMO PIÙ PRESENTI A LIVELLO DI GOVERNANCE. ESSENDO TIP SEMPRE MOLTO ATTENTA A CERCARE DI DARE UN CONTRIBUTO FATTIVO E DIRETTO ALLE SOCIETÀ IN CUI INVESTI, ERA TEMPO CHE RIFLETTEVAMO SULL'OPPORTUNITÀ DI SCENDERE DI QUOTA. NEL 2024 ABBIAMO PROSEGUITO, CON OTTIME PLUSVALENZE. CIÒ NON TOGLIE CHE IL GRUPPO RESTI UN LEADER MONDIALE ASSOLUTO PER FATTURATO,

TECNOLOGIE, CAPILLARITÀ E BACKLOG, PER CUI DARÀ SICURAMENTE ALTRE GRANDI SODDISFAZIONI AGLI AZIONISTI. COME HA FATTO FINORA E NEL QUALE SIAMO STATI FELICI ED ONORATI DI ESSERE STATI PER ANNI IL PRIMO AZIONISTA O, DOPO, TRA I PRIMI AZIONISTI.

LA STRUTTURA COMPLETA DEL GRUPPO **TIP** AD OGGI È LA SEGUENTE:



NEL 2023 IL GRUPPO **TIP** HA AVUTO UN FATTURATO AGGREGATO DI **OLTRE 40 MILIARDI**, CON UN **EBITDA DI OLTRE 6 MILIARDI**, IMPIEGANDO **OLTRE 130 MILA PERSONE** ED ANCORA UNA VOLTA SIAMO VERAMENTE ORGOGLIOSI E FELICI DI AVER DATO VITA AD UN SIMILE RAGGRUPPAMENTO.

QUEST'ANNO EVITO DI FARE LA CARRELLATA DELLE SINGOLE AZIENDE COSÌ NON HO PIÙ IL PROBLEMA - VISTI I RISULTATI DI OGNUNA DI LORO - DI TROVARE GLI AGGETTIVI PIÙ GIUSTI PER FARE I PIÙ ADATTI COMPLIMENTI AD IMPRENDITORI E MANAGER CHE, COME GIÀ RIPORTATO, HANNO PERFORMATO IN POSITIVO ANCORA UNA VOLTA, CONFERMANDO CHE SIAMO IN PRESENZA DI TANTE STORIE ECCEZIONALI, CON ULTERIORI PROSPETTIVE DI MIGLIORAMENTO, CON LEADERSHIP INDISCUTIBILI CHE NON POTEVANO NON DARE CERTI OUTPUT. LE POCHE CHE NON HANNO AVUTO RISULTATI IN CRESCITA CONFIDIAMO CHE RECUPERINO NEL PROSSIMO FUTURO.

LE INFORMAZIONI CONTENUTE NELLA PRESENTE HANNO CARATTERE PURAMENTE INFORMATIVO; LA PRESENTE LETTERA NON COSTITUISCE IN ALCUN MODO NÉ SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO, NÉ INDICAZIONE PER EVENTUALI ACQUISTI.

VA POI SOTTOLINEATO CHE IL GRUPPO DI SOCIETÀ NON QUOTATE, PERTANTO MENO VISIBILI PRIMA FACIE, CONTINUA AD IRROBUSTIRSI, SUL V.I.N. DI **TIP** IL LORO VALORE SI STA AVVICINANDO AL MILIARDO DI EURO E RITENIAMO POSSA ESSERE UN FANTASTICO SERBATOIO DI I.P.O. - O DI COMBINAZIONI SOCIETARIE COMUNQUE VIRTUOSE - PER I PROSSIMI ANNI.

UN CENNO SPECIFICO È PERÒ DOVEROSO SU **ALPITOUR**. MESI FA ABBIAMO INIZIATO UN PROCESSO DI VALORIZZAZIONE PERCHÉ, DOPO QUELLO CHE ABBIAMO PASSATO DURANTE IL COVID, ERA GIUSTO FARE UN SONDAGGIO SUGLI INTERESSI DI TERZI. IL PROCESSO È IN CORSO, DA NOI UN PO' RALLENTATO VISTI I RISULTATI IN MIGLIORAMENTO RISPETTO ALL'ESERCIZIO RECORD CHIUSO AD OTTOBRE 2023. ALCUNI INTERESSATI AVEVANO INFATTI OSSERVATO CHE I RISULTATI DELLO SCORSO ANNO POTEVANO ESSERE CONDIZIONATI DA QUELL'ENTUSIASMO POST PANDEMIA CHE AVEVA PORTATO TUTTI A VOLER VIAGGIARE DI PIÙ. QUELLO CHE INVECE STIAMO DIMOSTRANDO È CHE ANCHE I MESI SUCCESSIVI ALLA CHIUSURA NON SOLO VANNO MEGLIO DEL BUDGET, MA CONSOLIDANO UN INCREMENTO DELLE CRESCITE CHE SEMBRA PROPRIO STRUTTURALE. E CHE ANCHE GLI EFFETTI NEGATIVI DELLA GUERRA ISRAELO-PALESTINESE SULL'EGITTO (DESTINAZIONE IMPORTANTE PER IL GRUPPO) DA UNA PARTE SONO LIMITATI, DALL'ALTRA SONO CONTRAPPESATI DAGLI INCREMENTI DI ALTRE DESTINAZIONI.

SARÀ LA LEADERSHIP ASSOLUTA SUL MERCATO ITALIANO, SARÀ L'UNICITÀ DELL'ARTICOLAZIONE DELL'OFFERTA (ALBERGHI, AEREI, TOUR OPERATOR, VENDITE ON LINE, ECC.) MA I NUMERI AD OGGI SONO ULTERIORMENTE MIGLIORATI. E SE ANCHE NON È FACILE, IN UN SETTORE COSÌ SPECIALIZZATO COME IL TURISMO, TROVARE DEGLI INTERESSATI AD UNA ARTICOLAZIONE COSÌ COMPLESSA E PERALTRO CONDIZIONATA DA VINCOLI COME AD ESEMPIO LA NECESSITÀ DI UN BENEFICIAL OWNER FINALE EUROPEO PER LA COMPAGNIA AEREA, NON C'È LA BENCHÈ MINIMA INTENZIONE DI ACCETTARE PROPOSTE CHE NON TENGANO IN ADEGUATO CONTO COS'È E COSA PUÒ ANCORA DIVENTARE.

NELL'INTERESSE, COME SEMPRE, DI VOI AZIONISTI, FAREMO IL POSSIBILE PER TROVARE LE MIGLIORI SOLUZIONI TECNICHE, SOCIETARIE E FINANZIARIE.

UN ALTRO ACCENNO SPECIFICO VA FATTO SU **BENDING SPOONS**, NOTISSIMO SVILUPPATORE DI APP CON SEDE PRINCIPALE IN ITALIA, MA DI FATTO UNA VERA MULTINAZIONALE DIGITALE, DI CUI **TIP** È SOCIA DA MOLTI ANNI. AVENDONE SENTITO PARLARE - GIÀ NEL 2017 - COME FENOMENO QUASI UNICO DEL PANORAMA DIGITALE

ITALIANO, LI AVEVAMO CONTATTATI IMMEDIATAMENTE; ALL'INIZIO, PUR AVENDO RICEVUTO APPREZZAMENTI COME MODELLO DI BUSINESS, NON RIUSCIMMO A CONVINCERLI DI FARCI ENTRARE NEL CAPITALE, MA "PRESERO NOTA" DEL NOSTRO INTERESSE.

SUCCESSIVAMENTE CI HANNO CONTATTATO E CI HANNO OFFERTO DI ENTRARE, COSA CHE ABBIAMO FATTO SENZA ESITAZIONI, SENZA NEGOZIATI, SENZA PRETENDERE ALCUNCHÉ ANCHE IN TERMINI DI GOVERNANCE. IN SEGUITO HANNO ULTERIORMENTE APERTO IL CAPITALE AD ALTRI E NOI ABBIAMO SEMPRE SEGUITO OGNI OPERAZIONE. AD OGGI STARTIP DETIENE IL 3,3% DEL CAPITALE, HA UN ESPONENTE NEL CDA E BENEFICIA DELL'IMPRESSONANTE INCREMENTO DI VALORE DELLA SOCIETÀ NEL TEMPO; L'ULTIMA OPERAZIONE SUL CAPITALE È STATA EFFETTUATA AD UN VALORE PRE-MONEY DI 2,4 MILIARDI DI DOLLARI.

UN ULTIMO CENNO, VISTO CHE IN PASSATO PARECCHIA ATTENZIONE GLI ERA STATA RISERVATA, RIGUARDA **EATALLY**. LA SOCIETÀ HA CHIUSO UN OTTIMO 2023 CON OLTRE 40 MILIONI DI EBITDA E PREVEDE DI CONTINUARE LA CRESCITA SIA DI FATTURATO CHE DI REDDITTIVITÀ.

CONCLUSIONI

AVENDO ESORDITO CON LA STRANEZZA DEL PERIODO È ANCOR PIÙ COMPLICATO CHE IN PASSATO PROVARE A TRARRE UN VERO E PROPRIO "SUCCO".

PARTENDO DAI MERCATI INDUSTRIALI - QUELLI CHE PIÙ CONTANO - LA PRIMA ATTENZIONE VA DEDICATA ALLA CINA E ALL'ASIA IN GENERE. SONO LORO CHE DA DECENNI TRAINANO L'ECONOMIA DEL MONDO E IL PRIMO DUBBIO DA CHIARIRE È SE QUESTO TRAINO - UNA VOLTA SI DICEVA LA LOCOMOTIVA - PUÒ VENIR MENO O NO.

LA RISPOSTA PER NOI È NO; IN ASIA C'È TROPPIA VOGLIA DI CONTINUARE A CRESCERE, DI ALLINEARSI QUANTO PIÙ POSSIBILE ALL'OCCIDENTE PER PENSARE CHE CI POSSANO ESSERE DEI FORTI RALLENTAMENTI. LA SENSAZIONE SULLA CINA È CHE I VERTICI POLITICI DEL PAESE NON POSSANO PERMETTERSI DI MANDARE TROPPO INDIETRO LE ASPETTATIVE ECONOMICHE DELLE FAMIGLIE, PERCHÉ DOPO L'ENORME CRESCITA CHE LI HA VISTI PROTAGONISTI DA MOLTI ANNI, LA POPOLAZIONE NON PUÒ AMMETTERE DI ESSERE STATA ILLUSA. PER CUI È POSSIBILE CHE IL GOVERNO PASSI DALL'ABBASSARE I SALARI DEI DIPENDENTI PUBBLICI AD UNA NORMALIZZA-

ZIONE DEGLI STESSI E CHE ALLE CRISI IMMOBILIARI “METTA UNA PEZZA” PER EVITARE CHE LA SITUAZIONE DEGENERI; NON È UN CASO CHE SULLE BORSE ABBIANO GIÀ PRESO POSIZIONE EMANANDO NORME CON ALTRI INCENTIVI; INFATTI LE CONSEGUENZE GIÀ SI VEDONO.

PER CUI QUALCHE CONSAPEVOLEZZA DI NON VOLER RIMANERE ARRETRATI GIÀ SEMBRA ESSERCI. SE TUTTO CIÒ SI REALIZZA LA CINA CONTINUERÀ A CRESCERE MOLTO E PIÙ CHE ALTRO CERCHERÀ DI RECUPERARE IL GAP CREATO DALL’USCITA DALLE PRODUZIONI IN LOCO DI TANTI GRUPPI INTERNAZIONALI NEGLI ULTIMI 2/3 ANNI, ANCHE PERCHÉ TALE DISIMPEGNO È STRUTTURALE, COME SI SA, A PARTIRE DA APPLE.

COMUNQUE, COSA CHE TANTE BANCHE, ECONOMISTI E MEDIA DIMENTICANO, LA CINA È CRESCIUTA DEL 5% ANCHE NEL 2023 E HA APPENA CONFERMATO DI VOLER FARE IL 5% NEL 2024. NUMERI CHE DALLE PARTI NOSTRE CI SOGNIAMO. INOLTRE INDIA (8%), VIETNAM (5%), FILIPPINE (5%), INDONESIA (5%) E MOLTI ALTRI PAESI ASIATICI STANNO CRESCENDO A RITMI MOLTO FORTI.

PERTANTO, A MIO MODESTO AVVISO, IL TRAINO ASIATICO CONTINUERÀ E SE COSÌ FOSSE IL MONDO POTRÀ STARE TRANQUILLO ANCORA PER UN PO’ E TRARNE BENEFICIO, ANCHE CON LE GUERRE E LE MINACCE DI ALTRE GUERRE.

TRANQUILLITÀ PUÒ VOLER DIRE CONSOLIDAMENTO, QUALCHE VOLTA RALLENTAMENTO DELLA CRESCITA, CHE PERÒ A QUESTO PUNTO È SANO, DOPO L’ECESSO DI DOMANDA CUI ABBIAMO ASSISTITO NEL 2021, 2022 ED IN PARTE DEL 2023.

I BUDGET DI QUASI TUTTE LE SOCIETÀ CHE OSSERVIAMO SONO PRUDENTI, ALMENO SULLE CRESCITE DI FATTURATI E REDDITIVITÀ, MENTRE SONO PIÙ POSITIVI IN TERMINI DI GENERAZIONE DI CASSA, DATA LA MINOR NECESSITÀ SIA DI CIRCOLANTE, ESSENDO AUSPICABILMENTE TERMINATA LA STAGIONE DEGLI ECCESSI SU MATERIE PRIME ED ENERGIA, SIA DI INVESTIMENTI, DOPO I GRAVOSI IMPEGNI DI CAPITAL EXPENDITURE DEGLI ANNI SCORSI. I LIVELLI DI LIQUIDITÀ, COME NOTO, SONO SEMPRE IL PRIMO MOTORE DELLA CRESCITA.

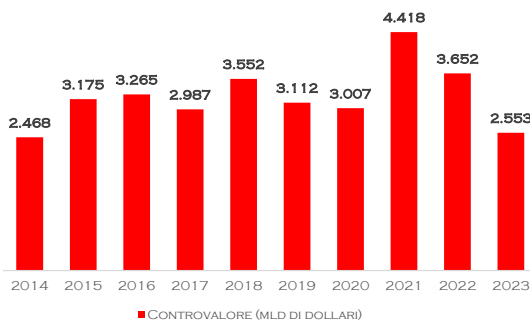
PASSANDO AI MERCATI FINANZIARI, OLTRE ALLE STRANEZZE TOCCATE IN PRECEDENZA, VANNO SEGNALATI FENOMENI, GIÀ IN PARTE ACCENNATI NELLA LETTERA DI UN ANNO FA.

IL PRIMO E AI NOSTRI OCCHI PIÙ IMPORTANTE RIGUARDA I PREZZI DELLE AZIENDE, CHE CONTINUANO A SCENDERE. COME SI PUÒ NOTARE DAL GRAFICO CHE SEGUE I

MITICI “MULTIPLI” (CONCETTO CHE AMIAMO POCO, MA CHE DATO L’USO ORMAI TOTALIZZANTE SIAMO COSTRETTI A CONSIDERARE), STANNO SCENDENDO ATTORNO AI MINIMI A DIECI ANNI E NEL 2023 SONO COMUNQUE TORNATI AL DI SOTTO DEL PERIODO COVID. ED ANCHE I VALORI COMPLESSIVI DEI DEAL FINALIZZATI DIMINUISCONO.

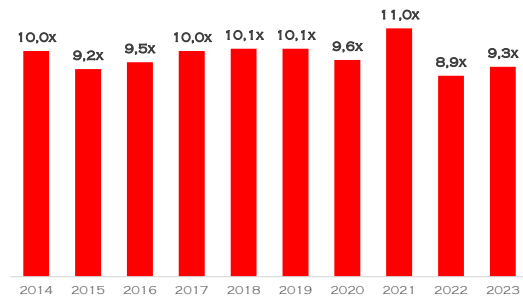
I GRAFICI CHE RIPORTIAMO SONO MOLTO EMBLEMATICI.

IL MERCATO M&A MONDIALE



Fonte: KPMG

MEDIANA MULTIPLI M&A EV/EBITDA



Fonte: PITCHBOOK

CAUSA/EFFETTO DI CIÒ: TUTTO IL MONDO DEL PRIVATE EQUITY STA RALLENTANDO: DAL FUND RAISING AL CONTROVALORE DELLE OPERAZIONI E TALVOLTA ANCHE AL LORO NUMERO, DALLE EXIT (PIÙ CHE DIMEZZATE NEL 2023 SUL 2022) ALLE OPERAZIONI DI LBO, CHE COMUNQUE RAPPRESENTANO IL 75% DEL PRIVATE EQUITY MONDIALE.

TUTTO SEMBRA CONCORRERE A DETERMINARE UNA SITUAZIONE DI RALLENTAMENTO DELL’OPERATIVITÀ DI QUELLA CATEGORIA DI OPERATORI CHE AVEVA FATTO LA “PARTE DEL LEONE” DA ALMENO 20 ANNI SUL MERCATO DELLE MERGERS AND ACQUISITIONS. GIÀ SI VEDONO SEGNALI DI AUMENTO DELLE ATTIVITÀ DEI COSIDDETTI TRADE BUYERS, CIOÈ QUELLE IMPRESE CHE EFFETTUANO OPERAZIONI SULLA BASE DI CONSIDERAZIONI DI CARATTERE STRATEGICO, DELLE SINERGIE, NON PERCHÉ DEVONO “METTERE AL LAVORO” SOLDI CHE ERANO CONFLUITI ANCOR PIÙ COPIOSI NEGLI ANNI DEI TASSI BASSI.

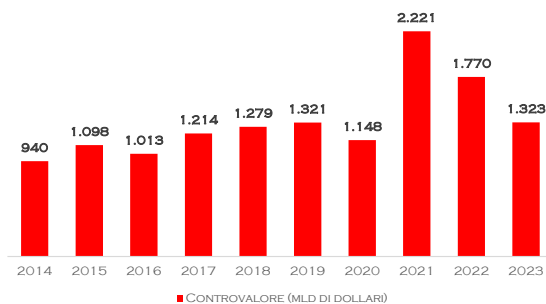
TUTTO QUESTO STA GENERANDO DELLE FORTI SENSAZIONI DI CAMBIAMENTO STRUTTURALE DELLA COSIDDETTA FINANZA STRAORDINARIA. SE SI ESCLUDONO QUEI POCHI GRUPPI O BANCHE CHE HANNO TRATTO BENEFICI IN TERMINI DI PREZZI IN BORSA NEGLI ULTIMI MESI, LA GRAN PARTE DELLE SOCIETÀ NON SI RITIENE BEN

LE INFORMAZIONI CONTENUTE NELLA PRESENTE HANNO CARATTERE PURAMENTE INFORMATIVO; LA PRESENTE LETTERA NON COSTITUISCE IN ALCUN MODO NÉ SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO, NÉ INDICAZIONE PER EVENTUALI ACQUISTI.

VALUTATA SUI MERCATI E, PER CONVERSO, È DISPONIBILE A PAGARE, PER ACQUISIZIONI E FUSIONI, PREZZI PIÙ BASSI DI QUELLI CHE SI ERANO VISTI NEL RECENTE PASSATO.

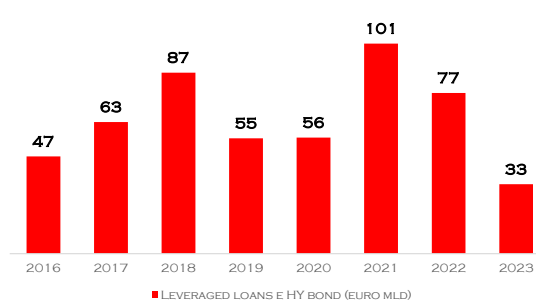
IL FATTO STESSO CHE LA CONCORRENZA DI TANTA PARTE DEL PRIVATE EQUITY SIA DIMINUITA INDUCE ALLA PRUDENZA. OVVIAMENTE LE ECCEZIONI CI SARANNO, MA ANCHE QUESTE, CREDO, PIÙ LIMITATE CHE IN PASSATO PERCHÉ I GRUPPI CHE SI POSSONO VERAMENTE PERMETTERE DI “NON FARE I CONTI” SONO SEMPRE POCHI E LE 33 VOLTE IL FATTURATO DI NVIDIA, LE 13 DI MICROSOFT, O LE 9 DI META (RISPETTO ALLE 2,7 DELL’S&P 500, CHE COMUNQUE È A 27 VOLTE DI P/E), RESTANO UNA RARITÀ. TRA L’ALTRO IL CROLLO DEL 2022, SUL NASDAQ, DI TANTISSIME SOCIETÀ TECNOLOGICHE HA DI FATTO PLAFONATO MOLTI DEGLI ECCESSI DEL PASSATO, PER CUI A MAGGIOR RAGIONE OGGI IL LIVELLO DI PRUDENZA E DI ATTENZIONE NEL PAGARE DEI PREZZI TROPPO ELEVATI SI STA CONSOLIDANDO.

TREND DEL PRIVATE EQUITY MONDIALE



FONTE: PITCHBOOK

ATTIVITÀ DI LBO IN EUROPA



FONTE: DEBTWIRE E MERGERMARKET

SE POI SI VUOL FARE UN FINE TUNING DI TALI FENOMENI EMERGE CHE CERTI RECENTI DEAL SONO RIFERIBILI A FONDI DI PRIVATE EQUITY CHE STANNO PER FINIRE IL LORO INVESTMENT PERIOD E CHE DECIDONO DI EFFETTUARE NUOVE OPERAZIONI - MAGARI CON SCAMBI TRA LORO A PREZZI STRANI E SPESSO SUGLI ASSET DI QUALITÀ MIGLIORE - PER NON PERDERE OPPORTUNITÀ. IN PARALLELO STANNO DECOLANDO I CONTINUATION FUND.

IL QUADRO CHE EMERGE DA TALI RAGIONAMENTI È PERTANTO DI MERCATI CON MENO ECCESSI, CON SEMPRE TANTE “MODE” CHE CONDIZIONANO LE SCELTE (SI PENSI AD ESEMPIO ANCHE AL RECENTE ANDAMENTO DEL BITCOIN E DELL’ORO), SPECIE IN BORSA, E CON UN ANCOR MAGGIOR RICORSO A SISTEMI AUTOMATICI DI SELEZIONE DEGLI INVESTIMENTI.

LE INFORMAZIONI CONTENUTE NELLA PRESENTE HANNO CARATTERE PURAMENTE INFORMATIVO; LA PRESENTE LETTERA NON COSTITUISCE IN ALCUN MODO NÉ SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO, NÉ INDICAZIONE PER EVENTUALI ACQUISTI.

OVVIAMENTE L'AVVENTO, SEMPRE PIÙ IMPETUOSO, DELLE POTENZIALITÀ ALMENO APPARENTEMENTE OFFERTE DALL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE RAPPRESENTA IL MAGGIORE NON SOLO DEI CONDIZIONAMENTI MA ANCHE DI NUOVI MODI DI OPERARE, SEMPRE PIÙ MECCANICISTICI. NON A CASO ANCHE LA QUOTA DI MERCATO DEI FONDI PASSIVI AUMENTA OGNI GIORNO ED HA RAGGIUNTO LIVELLI IMPRESSIONANTI.

CON GRANDE FRUSTRAZIONE DI CHI INVECE RITIENE DI MERITARE UN'ATTENZIONE CHE VADA AL DI LÀ DEI RAPPORTI TRA INDICI, SETTORI E PESI DEI TITOLI. CIOÈ QUASI TUTTI COLORO CHE METTONO STRATEGIE, TESTA, CUORE, PASSIONE E DETERMINAZIONE NEL GESTIRE LE AZIENDE. COME NOI E COME GLI IMPRENDITORI E I MANAGER CHE FANNO PARTE DEL NOSTRO GRUPPO.

A PARTE I DISCORSI GENERICI, LE RICADUTE SULLE NOSTRE AZIENDE DI QUANTO ABBIAMO RITENUTO DI RIPORTARE SONO CHE VEDIAMO UN 2024 DI MAGGIORI OPPORTUNITÀ SIA PER **TIP** CHE PER LE PARTECIPATE PIÙ DI ACQUISTO CHE DI VENDITA; POTREBBE POI ESSERE UN ANNO DI TANTI "ADD ON" DA PARTE DI MOLTE SOCIETÀ, GRAZIE APPUNTO A DEI TASSI DI INTERESSE CHE DA UNA PARTE SCENDERANNO POCO E, DALL'ALTRA, STIMOLERANNO DEAL PIÙ DI SAPORE INDUSTRIALE CHE FINANZIARIO.

IN PARALLELO SI ASSISTERÀ A MOMENTI IN CUI PARECCHIE AZIENDE FARANNO FATICA AD EFFETTUARE RIMBORSI DI FINANZIAMENTI E, DATO L'OGGETTIVO MINOR APETITO PER GLI IMPIEGHI DA PARTE DI MOLTE BANCHE, METTERANNO MOLTE SOCIETÀ IN CONDIZIONE DI AVER "BISOGNO" DEL PARTNER FINANZIARIO CHE PER ANNI HANNO EVITATO, PER CUI POTREBBE FINALMENTE PROSPETTARSI UN BUON PERIODO PER **ITACA**, CON BANCHE INTELLIGENTI CHE STIMOLERANNO RICAPITALIZZAZIONI E TURNAROUND DELLE AZIENDE CLIENTI PER POTER PIÙ SERENAMENTE EROGARE NUOVI FONDI O RINNOVARE PRESTITI.

MOLTI VEDONO UN 2024 A DUE FACCE; UN PRIMO SEMESTRE PIÙ TRANQUILLO, CON DATI CHE POTRANNO OSCILLARE TRA LA STABILITÀ E DELLE LIEVI RIDUZIONI ED UN SECONDO SEMESTRE PIÙ PIMPANTE, CON SEGNALI DI RIACCELERAZIONE UN PO' SU TUTTO. LE STRANEZZE RISCOINTRATE E FIN QUI RIPORTATE CI INDUCONO A DIFFIDARE DA QUESTO GENERE DI PROIEZIONI; DI FATTO NESSUNO SA SE IN ASIA CI SARANNO POLITICHE - O ANCHE SOLO TREND - IN GRADO DI METTERE DI NUOVO IL TURBO ALLE ECONOMIE DI ALTRI PAESI O DI QUALCHE SETTORE. O SE IN AMERICA I CONSUMI RIPRENDERANNO CON VIGORE. L'EUROPA, COME SEMPRE, VIVE DI LUCE RIFLESSA.

TUTTI CONFIDANO CHE L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE POSSA ESSERE PIÙ DI UN TURBO PERÒ QUESTO VALE SOLO PER CHI STA DALLA PARTE GIUSTA, OVVIAMENTE. MA ANCHE LÌ, DOPO IL SALI E SCENDI DEL METAVERSO, CONVIENE ESSERE PRUDENTI. PER CUI, SU QUESTO ABBIAMO POCHI DUBBI, DOBBIAMO INNANZITUTTO CONTINUARE A STAR VICINI ALLE NOSTRE AZIENDE, AIUTARLE AD AFFRONTARE QUESTO PERIODO STRANO IN CHIAVE PIÙ CHE ALTRO STRATEGICA, PER CERCARE DI SELEZIONARE E PER QUANTO POSSIBILE COGLIERE TUTTE LE OPPORTUNITÀ POSSIBILI, PERCHÉ - LA STORIA DI **TIP** CE LO RICORDA TUTTI I GIORNI - È IN QUESTI PERIODI CHE ABBIAMO FINALIZZATO LE OPERAZIONI PIÙ CORAGGIOSE, CHE POI SI SONO RIVELATE LE PIÙ IMPORTANTI.

PER FINIRE UN GRANDE GRAZIE AI COLLEGHI DI **TIP**, AGLI IMPRENDITORI ED AI MANAGER CHE GESTISCONO LE PARTECIPATE ED A TUTTI VOI, CHE CI SEGUITE DA ANNI ED A CUI SPERIAMO DI DARE SODDISFAZIONI ANCORA CRESCENTI NEL 2024.

INIZIAMO CON LA PROPOSTA ALL'ASSEMBLEA DI UN DIVIDENDO (0,15 PER AZIONE) ANCORA UNA VOLTA AUMENTATO, ANCHE SE MOLTI CONTINUANO A SOSTENERE CHE PER SOCIETÀ COME LE NOSTRE BISOGNEREBBE NON DARE EQUITY MA INVESTIRE TUTTO. **TIP** PERÒ OPERA IN UN MERCATO, COME QUELLO ITALIANO, DOVE OGNI RISPARMIATORE O INVESTITORE GUARDA IL RENDIMENTO PRIMA ANCORA DELL'APPREZZAMENTO DI UN TITOLO, PER CUI ABBIAMO DECISO DI VENIRE ANCORA UNA VOLTA INCONTRO A VOI AZIONISTI, SEPPUR CON LA PRUDENZA DI SEMPRE, CONSAPEVOLI CHE NON AVREMMO MAI DATO I RISULTATI CHE CONOSCETE SE CI FOSSIMO DEDICATI PIÙ A DISTRIBUIRE CHE AD ACCUMULARE.

GRAZIE SEMPRE A TUTTI VOI PER LA FIDUCIA.

GIOVANNI TAMBURI

MILANO, 15 MARZO 2024