

CARISSIMI AZIONISTI,

STRANA TEMPORA CURRUNT !

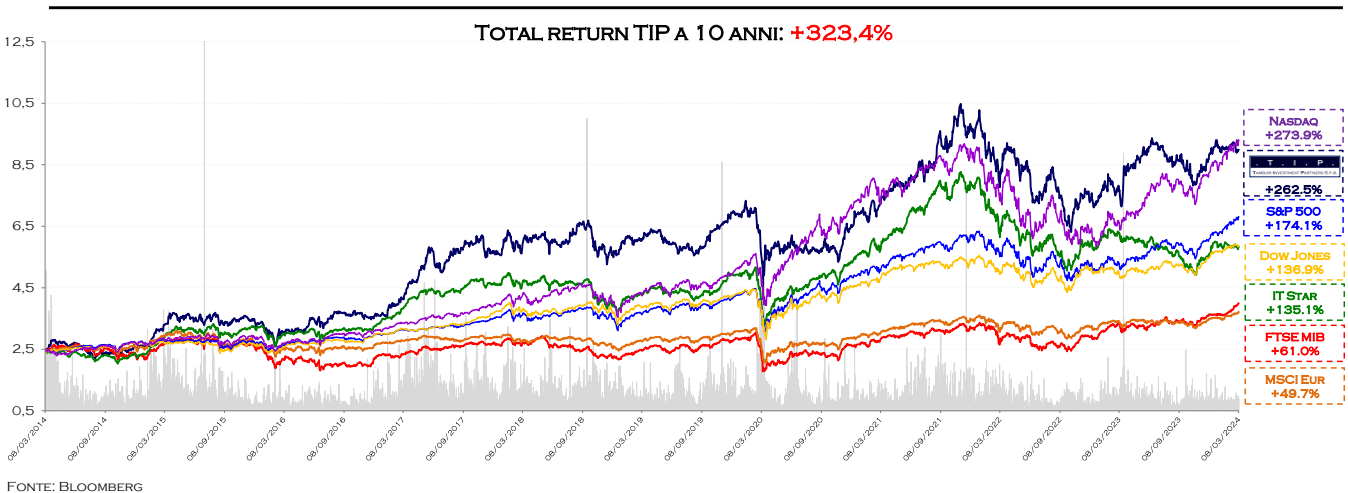
HO PREFERITO INIZIARE COSÌ LA LETTERA DI QUEST'ANNO PERCHÉ È LA STRANEZZA DI TANTI EVENTI RECENTI CHE COLPISCE PIÙ DI OGNI ALTRA COSA. NON SONO IN GRADO DI ENTRARE NEI MEANDRI DELLA POLITICA NÉ DELLA GEOPOLITICA, MA LE QUESTIONI ECONOMICHE CERCO DI CAPIRLE. LA FATICA NON È TANTO PER QUELLA ORMAI ENDEMICA 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
INDUSTRIA E TECNOLOGIA	20%	2009/2012
IT, DIGITAL, INNOVAZIONE	17%	2013/2014
FOOD, RETAIL E TURISMO	17%	2015/2016
SALUTE	11%	2017/2018
AZIONI PROPRIE	10%	2019/2020
		2021/2023

~ 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.








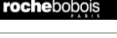

LE INFORMAZIONI CONTENUTE NELLA PRESENTE HANNO CARATTERE PURAMENTE INFORMATIVO; LA PRESENTE LETTERA NON COSTITUISCE IN ALCUN MODO NÉ SOLLECITAZIONE DEL PUBBLICO RISPARMIO, NÉ INDICAZIONE PER EVENTUALI ACQUISTI.








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.

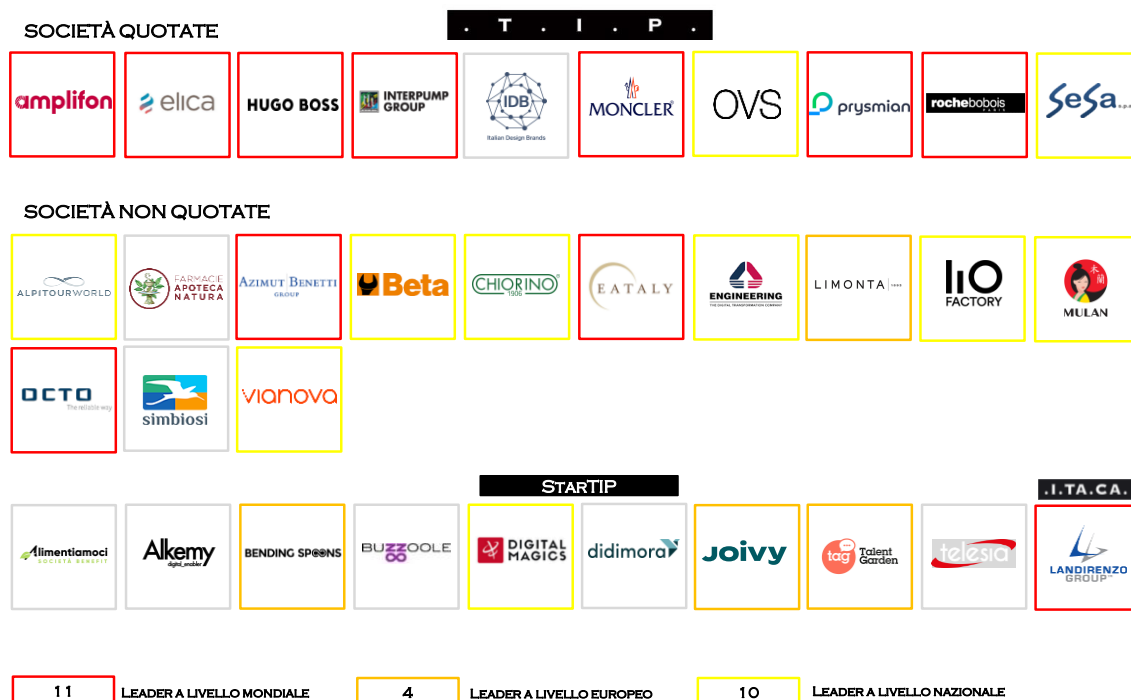
IDB NON È IL PIÙ GRANDE GRUPPO ITALIANO DEL SETTORE MA IL PROGETTO CHE ABBIAMO IN MENTE È QUELLO DI CERCARE DI DIVENTARLO. LA QUOTAZIONE IN BORSA - STUDIATA IN CONTEMPORANEA ALLA NOSTRA ENTRATA CON UN SISTEMA PIUTTOSTO INNOVATIVO - PUÒ ESSERE LA LEVA IN PIÙ CON CUI ACCELERARE TALE SVILUPPO. OGGI IDB 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.

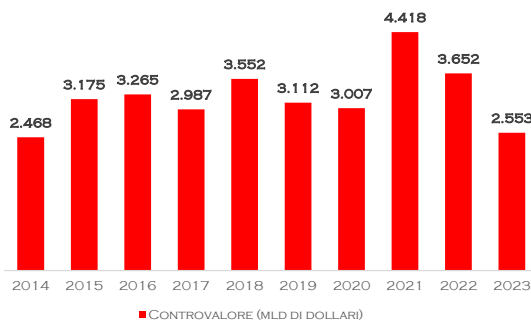
IL PRIMO E AI NOSTRI OCCHI PIÙ IMPORTANTE RIGUARDA I PREZZI DELLE AZIENDE, CHE CONTINUANO A SCENDERE. COME SI PUÒ NOTARE DAL GRAFICO CHE SEGUE I

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.

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.

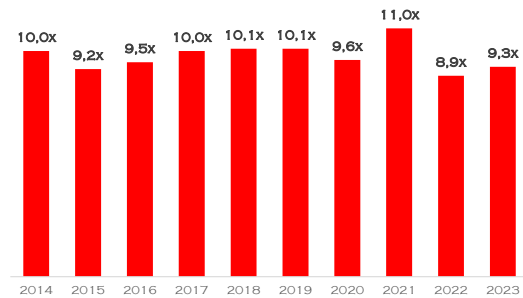
I GRAFICI CHE RIPORTIAMO SONO MOLTO EMBLEMATICI.

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.

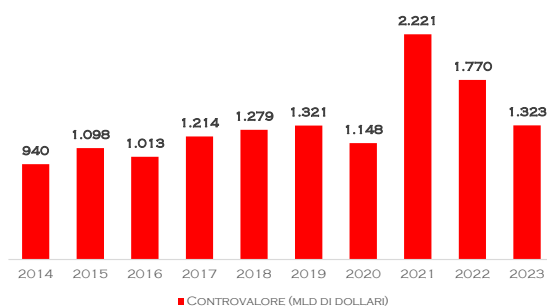
TUTTO QUESTO STA GENERANDO DELLE FORTI SENSAZIONI DI CAMBIAMENTO STRUTTURALE DELLA COSIDDETTA FINANZA STRAORDINARIA. SE SI ESCLUDONO QUEI POCHI GRUPPI O BANCHE CHE HANNO TRATTO BENEFICI IN TERMINI DI PREZZI IN BORSA NEGLI ULTIMI MESI, LA GRAN PARTE DELLE SOCIETÀ NON SI RITIENE BEN

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.

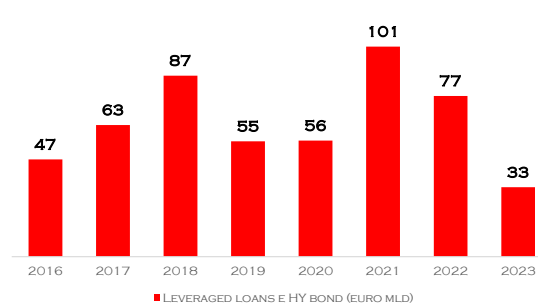
IL FATTO STESSO CHE LA CONCORRENZA DI TANTA PARTE DEL PRIVATE EQUITY SIA DIMINUITA INDUCE ALLA PRUDENZA. OVVIAMENTE LE ECCEZIONI CI SARANNO, MA ANCHE QUESTE, CREDO, PIÙ LIMITATE CHE IN PASSATO PERCHÉ I GRUPPI CHE SI POSSONO VERAMENTE PERMETTERE DI “NON FARE I CONTI” SONO SEMPRE POCHI E LE 33 VOLTE IL 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

DEAR SHAREHOLDERS,

STRANGE TEMPORA CURRUNT !

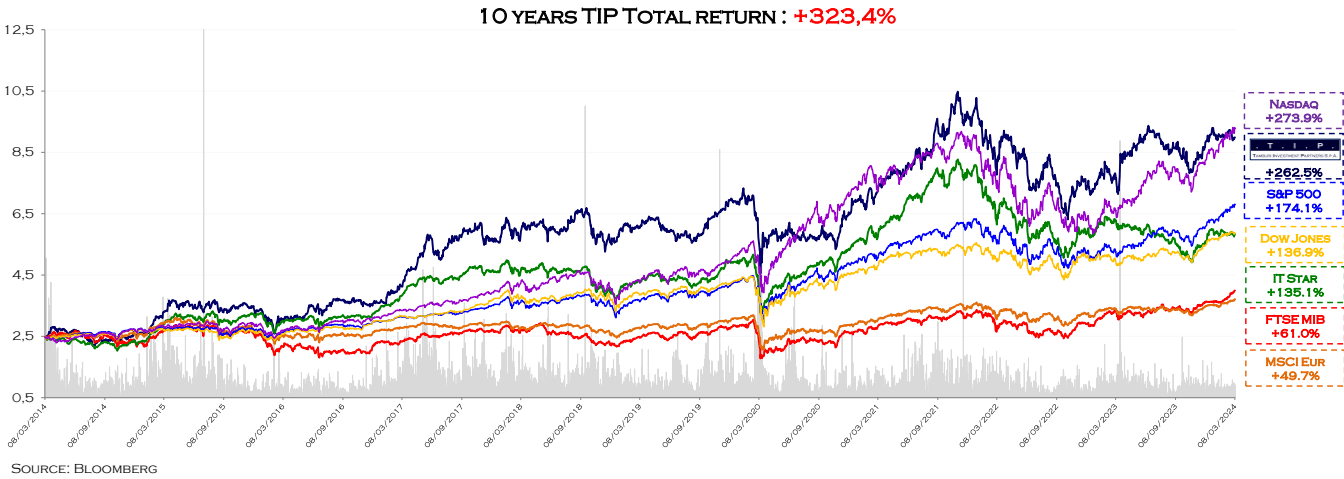
I DECIDED TO START THIS YEAR'S LETTER THIS WAY SINCE IT IS THE STRANGENESS OF SO MANY RECENT EVENTS THAT IS MOST SURPRISING. I DON'T DELVE INTO THE INTRICACIES OF POLITICS OR GEOPOLITICS, IT'S THE ECONOMIC ISSUES I TRY TO UNDERSTAND. MY RETICENCE IS NOT SO MUCH BECAUSE OF THE ENDEMIC UNCERTAINTY ABOUT WHICH J. GALBRAITH WROTE A GREAT BOOK MORE THAN FORTY YEARS AGO AND WHICH CONTINUES TO BE RELEVANT, BUT SINCE THE PHENOMENA WE ARE CURRENTLY EXPERIENCING ARE TRULY PECULIAR AND PARTICULAR.

STRANGE INDEED, BUT ALSO PARTIALLY CONTRADICTORY.

KEEPING THE TRADITION, A MENTION OF **TIP** IS DUE BEFORE GOING INTO DETAIL ON ANY TOPIC. 2023 WAS ANOTHER EXCEPTIONAL YEAR, WITH A TOTAL RETURN OF OVER 28%, 149 MILLION IN PRO FORMA NET PROFIT AND NET EQUITY THAT GREW TO OVER 1,4 BILLION, AFTER 42 MILLION IN DIVIDENDS DISTRIBUTED AND FURTHER PURCHASES OF TREASURY SHARES, NOW AT 10.3% OF TIP'S CAPITAL.

MOREOVER, THE CONFIRMATION THAT, IN TEN YEARS, WE HAVE A STOCK THAT CONTINUES TO OUTPERFORM ALMOST ALL NATIONAL AND INTERNATIONAL INDICES, IS REALLY SATISFACTORY. NOT LEAST BECAUSE, AMONG OTHER ODDITIES, IN 2023, THE STOCK MARKETS REWARDED BANKS, LARGE-CAP STOCKS, AND SOME TECHNOLOGY-RELATED SECURITIES. BUT WITH VERY FEW EXCEPTIONS, MID AND SMALL CAPS WERE SNUBBED. THE CUSTOMARY TEN-YEAR COMPARISON GRAPH IS ALWAYS SIGNIFICANT.

TIP STOCK VS DIFFERENT INDEXES FROM 8/3/2014 TO 8/3/2024



THE INFORMATION CONTAINED IN THIS LETTER IS INTENDED FOR PURELY INFORMATION PURPOSES; THIS LETTER IN NO WAY CONSTITUTES SOLICITATION OF PUBLIC INVESTMENTS, NOR INDICATION FOR EVENTUAL BUYS.

A YEAR AGO WE WERE BOMBARDED WITH MESSAGES ABOUT UNCONTROLLABLE INFLATION, HIGH INTEREST RATES, AND THE LOOMING RECESSION. ON THE POLITICAL FRONT, THERE WAS (ONLY) THE CONFLICT IN UKRAINE TO WORRY ABOUT, NOT LEAST DUE TO UNCERTAINTY ABOUT CHINA'S POSITION.

DURING 2023, INFLATION BEGAN TO FALL EVERYWHERE, OFTEN MORE THAN EXPECTED. THE GLOBAL RECESSION RECEDED MONTH BY MONTH, AND CHINA SHOWED THAT IT WAS TOO CONCERNED ABOUT INTERNAL ECONOMIC ISSUES TO MEDDLE IN EXTERNAL MATTERS. INTEREST RATES REMAINED HIGH.

I'LL START WITH INTEREST RATES. CENTRAL BANKS REALISED THAT THEY MADE SUCH A COLOSSAL MISTAKE IN LOWERING THEM TOO MUCH AND FOR TOO LONG THAT THEY'RE NOW TRY LOOKING FOR ANY EXCUSE TO POSTPONE ANY CUTS. SPECULATION ABOUT INTEREST RATE CUTS ABOUNDS EVERY DAY; BANKS, ECONOMISTS, AND TRADERS CONTINUE TO MAKE PREDICTIONS ABOUT THEIR NUMBER, EXTENT, AND EVEN THE LIKELY DATES OF ANNOUNCEMENTS. THIS IS A PITIFUL EXERCISE ON THE PART OF PEOPLE WHO INCREASINGLY DEMONSTRATE HOW FAR THEY ARE FROM THE REAL ECONOMY, I.E. WHAT REALLY MATTERS. WHAT DIFFERENCE COULD DOES IT MAKE IF AN ANNOUNCEMENT IS MADE IN MAY OR JULY ? OR IF THERE IS TO BE TWO, THREE, OR FOUR CUTS, IF THEIR SIZE IS UNKNOWN ?

THE MOST IMPORTANT THING IS THAT THE MARKET HAS REALISED THAT DOWNTURNS WILL COME AND EVEN THE BOND WORLD HAS IMMEDIATELY GONE INTO A BUBBLE AS COMPANIES AND BANKS TRY TO ANTICIPATE DECISIONS; WE ARE MOVING FROM THE CERTAINTY OF A TREND TO A VERY LIKELY OVER-INTERPRETATION. OTHER WEIRDNESS.

THERE WILL BE RATE CUTS, BUT, I BELIEVE, THEY WILL BE GRADUAL AND LIMITED, PRECISELY SINCE OF THE - EX POST AWARENESS OF THE CENTRAL BANKS. THE RATE CUTS HAVE GIVEN WINGS TO THE STOCK MARKETS, ESPECIALLY MILAN; IN 2023, DESPITE MANY SCEPTICS AND STAUNCH XENOPHILE INVESTORS, IT FARED BETTER THAN ALMOST EVERYONE. THE NASDAQ HAS BEEN RIDING HIGH FOR MONTHS, ESSENTIALLY BECAUSE OF FAANG STOCKS. THE REST SEEMS FORGOTTEN. IN EUROPE, SMALL AND MID-CAP STOCKS ARE TRADING AT THE HIGHEST DISCOUNT TO FUNDAMENTALS ANYONE CAN REMEMBER BECAUSE EVERYONE IS CHASING THE BIG ONES AND THOSE BANKS THAT, BECAUSE OF THE INTEREST RATE SPREAD, BUT ALSO BECAUSE THEY PERFORMED THE LARGEST DERISKING IN HISTORY ON THE BACKS OF GOVERNMENTS, ARE BENEFITTING FROM AN UNEXPECTED AND EXCEPTIONAL SEASON. THE LEVEL EUROPEAN MARKETS' DISCOUNT COMPARED TO AMERICAN MARKETS (33% ON P/E) IS AT AN ALL-TIME HIGH TOO. TRADERS' FEARS INDUCED THEM

TO INVEST ARE CONCENTRATE ON LARGE CAPITALIZATIONS, WHICH IN MANY CASES ARE AT ALL-TIME HIGHS. THOSE RECORDS, HOWEVER, ARE RIGHT SINCE THE ACTUAL FINANCIAL RESULTS OF MANY COMPANIES ARE AT THEIR HIGHEST EVER LEVELS; HUNDREDS OF OTHER COMPANIES HAVE HAD SIMILAR RESULTS, BUT THE STOCK MARKETS CONTINUE NOT TO NOTICE IT.

FOR SOME WEEKS NOW, MANY OPERATORS ARE SIGNALLING THAT 2024 WILL BE THE YEAR OF MID-CAP STOCKS. LET’S HOPE THAT AT LEAST ON THIS POINT, THE FORECASTS, OR RATHER THE TRENDS, ARE NOT WRONG, BECAUSE BY NOW SUCH PREDICTIONS HAVE PROVEN TO BE SO FALLACIOUS THAT DISCOURAGED EVERYONE.

MOVING ON TO **TIP**, WITH THE TOTAL RETURN FIGURE IN 2023 ABOVE 28%, THE TEN-YEAR PERFORMANCE OF THE **TIP** STOCK DROPPED SLIGHTLY, AND CURRENTLY STANDS AT 323%, CORRESPONDING TO AN AVERAGE OF 32.3%, A RATHER GOOD, AND CERTAINLY RARE FIGURE. CONSIDERING SIZE, INDUSTRY AND VINTAGE DIVERSIFICATION, IT IS CLEAR THAT THE IMPLICIT RISK IN **TIP** STOCK IS VERY VERY LOW.

THE SECTORAL BREAKDOWN OF THE GROUP’S INVESTMENTS, AT OUR ADJUSTED VALUE, I.E. THE N.I.V. *, IS SUMMARIZED IN THE FOLLOWING TABLE.

N.I.V. – NET INTRINSIC VALUE *

NIV BY INDUSTRY		NIV BY YEAR OF INVESTMENT	
LUXURY AND DESIGN	24%	BEFORE 2008	12%
INDUSTRIAL / TECHNOLOGY	20%	2009/2012	8%
IT, DIGITAL, INNOVATION	17%	2013/2014	10%
FOOD, RETAIL AND TOURISM	17%	2015/2016	8%
HEALTHCARE	11%	2017/2018	11%
TREASURY SHARES	10%	2019/2020	26%
		2021/2023	24%

~ 2,7 BILLION
(> 3 BILLION EXCLUDING NFP)

> 2 BILLION OF
CAPITAL GAIN
VS COST CAPITAL

> 14 EURO PER
SHARE

* N.I.V. - NET INTRINSIC VALUE - INTERNAL CALCULATION OF THE AGGREGATE VALUATION OF THE SHARES HELD IN THE INVESTEES BASED ON THE BUSINESS PLANS PREPARED BY US















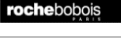



THE INFORMATION CONTAINED IN THIS LETTER IS INTENDED FOR PURELY INFORMATION PURPOSES; THIS LETTER IN NO WAY CONSTITUTES SOLICITATION OF PUBLIC INVESTMENTS, NOR INDICATION FOR EVENTUAL BUYS.

AS CAN BE SEEN, THE “CORRECT” VALUE FOR US OF THE INVESTEE COMPANIES BRINGS **THE N.I.V. - NET INTRINSIC VALUE OF TIP STOCK TO OVER 14 EUROS, AGAINST A STOCK PRICE THAT IS AND HAS BEEN AROUND 9 EUROS FOR A LONG TIME.** EVIDENTLY, ALSO **TIP** IS NOW AMONG THE RANKS OF THE FORGOTTEN STOCKS, VICTIMS OF DIVESTMENT FROM P.I.R. FUNDS, AND CONSIDERED BY MANY SORT OF “B SERIES” CAPITALIZATIONS. A GREAT PITY.

JUST CONSIDERING THAT TIP’S MARKET CAP NET OF TREASURY SHARES IS ABOUT 1,5 BLN AND THAT THE AGGREGATE TODAY’S MARKET PRICES OF ONLY THE LISTED STOCKS IS AROUND 1,4 BLN, IT IS QUITE RIDICULOUS TO CONSIDER THAT THE PRIVATE (NON LISTED) ASSETS, THAT HAVE AN AGGREGATE EBITDA OF 600 MLN, ARE VALUED BY THE MARKET SO LOW.

THEREFORE, WE’LL CONTINUE, WITH CONVICTION, TO BUY BACK.

THE KEY FIGURES OF THE MAIN INVESTEE COMPANIES, I.E., THOSE REPRESENTING ABOUT 85% OF THE ABOUT 3 BILLION OF N.I.V. GROSS OF DEBT, ARE SET OUT BELOW, AND THE MOST IMPORTANT THING IS THAT ALSO IN 2023, ALMOST ALL OF THEM CONTINUED TO GROW EVEN COMPARED TO 2022, WHICH BENEFITTED FROM THE EXTRAORDINARY POST-PANDEMIC DEVELOPMENT, WITH MARGINS THAT WERE ALWAYS EXCEPTIONAL. TRULY IMPRESSIVE NUMBERS.

LISTED COMPANIES					PRIVATE COMPANIES				
	SALES 2023 (€ MLN)	SALES 2023 vs 2022	EBITDA MARGIN ADJ. 2023	NFP / EBITDA ADJ.		SALES 2023 (€ MLN)	SALES 2023 vs 2022	EBITDA MARGIN ADJ. 2023	NFP / EBITDA ADJ.
	2.260	6,7%	24,0%	1,5x		2.228	39,9%	6,4%	1,5x
	473	-13,7%	10,2%	0,9x		1.276	23,4%	12,2%	Liq.
HUGO BOSS	4.197	15,0%	17,9%	0,3x		360	140,1%	N.D.	N.D.
	2.240	7,8%	24,0%	0,9x		251	11,0%	13,2%	2,1x
	311	16,6%	17,5%	0,3x*		176	4,4%	25,7%	Liq.
MONCLER	2.984	14,7%	41,1%	Liq.		664	9,7%	6,3%	1,2x
	1.534	1,4%	11,9%	0,9x		50	9,2%	~10,0%	Liq.
	15.354	-1,1%**	10,6%	0,7x		107	19,8%	9,6%	0,6x
	430	5,1%	19,8%	Liq.		187	-4,5%	23,6%	Liq.
	~ 3.300	13,5%	7,4%	Liq.*		82	9,4%	27,7%	Liq.
AVERAGE			18,4%		AVERAGE			15,0%	

ACTUAL DATA OR ESTIMATES. *BANKING NFP. **ORGANIC GROWTH. *** 2023 FIGURES INCLUDE REVENUES RELATING TO JUMBO DISCONTINUED OPERATIONS

THE INFORMATION CONTAINED IN THIS LETTER IS INTENDED FOR PURELY INFORMATION PURPOSES; THIS LETTER IN NO WAY CONSTITUTES SOLICITATION OF PUBLIC INVESTMENTS, NOR INDICATION FOR EVENTUAL BUYS.

IN 2023, WE INVESTED 144 MILLION AND DIVESTED 190.

THE LARGEST INVESTMENT WAS IN **IDB – ITALIAN DESIGN BRANDS** – A HIGH-END DESIGN, FURNITURE AND LIGHTING GROUP THAT WE STRONGLY BELIEVE IN. WE ARE DEDICATING AND WILL CONTINUE TO DEDICATE ALL THE NECESSARY TIME TO IT BECAUSE ITS GROWTH – BOTH ORGANIC AND THROUGH ACQUISITIONS – HAS TO BE STRONG, SOLID, AND CAPABLE OF PROVIDING THE COUNTRY (FOREIGN ACQUISITIONS ARE NOT EXCLUDED) A CLEAR REFERENCE POINT IN AN INDUSTRY IN WHICH ITALY IS THE GLOBAL LEADER, BUT IN WHICH THERE IS TOO MUCH FRAGMENTATION.

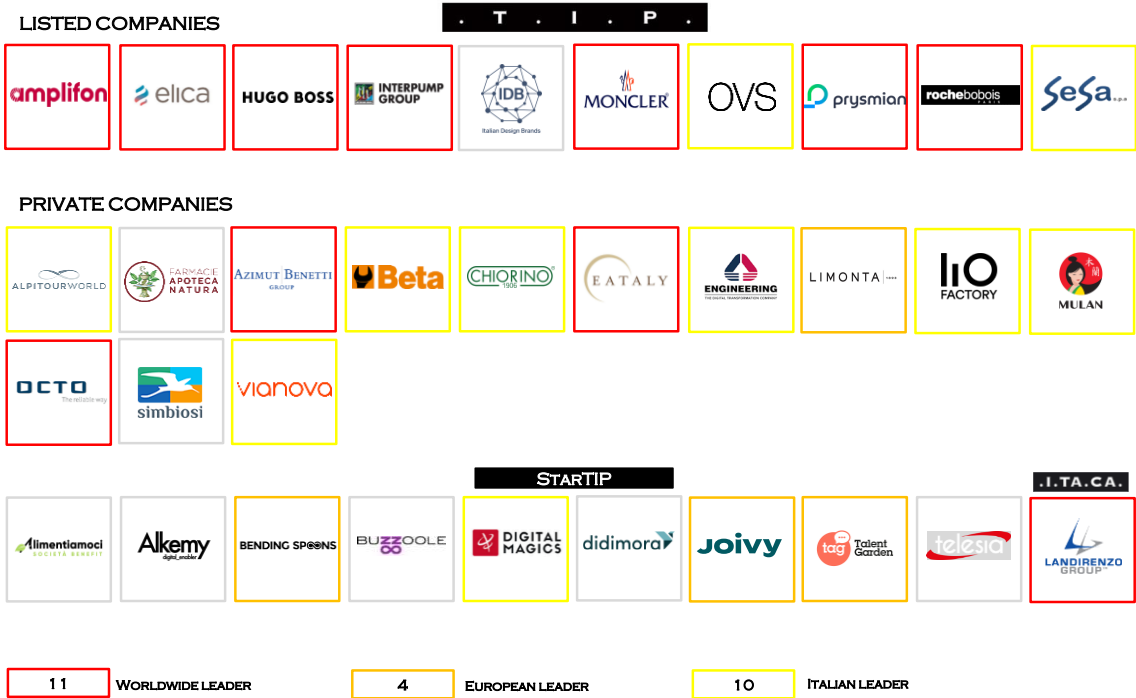
IDB IS NOT (YET) THE LARGEST ITALIAN GROUP IN THE SECTOR, BUT THE PROJECT WE HAVE IN MIND IS TO TRY TO ACHIEVE IT. THE STOCK MARKET LISTING – WHICH WE STUDIED AT THE TIME OF OUR ENTRY USING A RATHER INNOVATIVE SYSTEM – CAN BE THE EXTRA LEVER TO ACCELERATE THIS DEVELOPMENT. TODAY, IDB HAS A TURNOVER OF OVER 300 MILLION EURO, NEARLY 55 MILLION IN EBITDA, STRONG CASH FLOW CONVERSION AND VERY LITTLE BANK DEBT, MAKING IT AMONG THE LARGEST, MOST COMPLETE, AND DYNAMIC OPERATORS IN THE SECTOR. ITS RANGE OF FURNITURE, LIGHTING, KITCHENS, AND FURNISHING SYSTEMS, ALL OF HIGH QUALITY, ALONG WITH TURNKEY SUPPLIES FOR SHOPS OF MANY OF THE LEADING LUXURY FASHION HOUSES, MAKES IT A UNIQUE PLAYER AT INTERNATIONAL LEVEL.

WITH **IDB**, WE WOULD LIKE TO REPEAT THE GROWTH PATHS THAT HAVE BEEN ACHIEVED IN **INTERPUMP** (OVER 40 ACQUISITIONS SINCE OUR INVESTMENT 21 YEARS AGO), **AMPLIFON** (OVER 20 ACQUISITIONS IN 14 YEARS), **SESA** (OVER 50 IN JUST 5 YEARS), **PRYSMIAN** (5 TRANSACTIONS, 2 OF WHICH WERE VERY LARGE), **BETA** (6 ACQUISITIONS), **BENDING SPOONS** (9 ACQUISITIONS), OR EVEN IN **MONCLER** (A MAJOR ACQUISITION AND STORES TRIPLED IN 11 YEARS), **ROCHE BOBOIS**, WITH A SIGNIFICANT INCREASE IN DIRECT STORES WORLDWIDE, OR **OVS**, WHERE IN ADDITION TO THE CONSIDERABLE IN-STORE INVESTMENTS, 7 BRANDS HAVE BEEN ADDED IN LESS THAN 4 YEARS.

THE LARGEST DIVESTMENT IN 2023 WAS IN **PRYSMIAN**, A FANTASTIC GROUP WHICH WE WERE INVOLVED IN FOR 14 YEARS, BUT IN WHICH WE HAVEN'T HAD A PRESENCE AT GOVERNANCE LEVEL ANYMORE. AS TIP IS ALWAYS VERY FOCUSED ON TRYING TO MAKE A DIRECT AND EFFECTIVE CONTRIBUTION TO THE COMPANIES IN WHICH IT INVESTS, IT WAS TIME FOR US TO CONSIDER REDUCING OUR STAKE. IN 2024 WE CONTINUED TO DIVEST, WITH EXCELLENT CAPITAL GAINS. THIS DOESN'T DETRACT FROM THE FACT THAT THE GROUP REMAINS AN UNRIVALLED GLOBAL LEADER IN TERMS OF REVENUE, TECHNOLOGY AND BACKLOG, AND WILL CERTAINLY CONTINUE TO PROVIDE GREAT SATISFACTION TO SHAREHOLDERS, AS IT HAS DONE

SO FAR, AND IN WHICH WE HAVE BEEN HAPPY AND HONOURED TO HAVE BEEN ITS LARGEST SHAREHOLDER FOR YEARS, AND LATELY AMONG THE LARGEST.

THE COMPLETE STRUCTURE OF THE **TIP** GROUP TODAY IS AS FOLLOWS:



IN 2023, THE **TIP** GROUP HAD AN AGGREGATED TURNOVER OF **OVER 40 BILLION EURO**, WITH AN **EBITDA OF OVER 6 BILLION**, EMPLOYING **OVER 130,000 PEOPLE**. ONCE AGAIN, WE ARE TRULY PROUD AND HAPPY TO HAVE CREATED SUCH A GROUPING.

THIS YEAR I'LL REFRAIN FROM LISTING INDIVIDUAL COMPANIES, SO THAT I NO LONGER HAVE THE PROBLEM - GIVEN THEIR RESULTS - OF FINDING THE MOST APPROPRIATE ADJECTIVES TO COMPLIMENT ENTREPRENEURS AND MANAGERS WHO, AS PREVIOUSLY MENTIONED, HAVE ONCE AGAIN PERFORMED POSITIVELY, CONFIRMING THAT WE HAVE WITNESSED MANY EXCEPTIONAL STORIES, WITH FURTHER PROSPECTS FOR IMPROVEMENT WITH INDISPUTABLE LEADERSHIP THAT COULD NOT FAIL TO DELIVER RESULTS. WE ARE CONFIDENT THAT THE FEW COMPANIES THAT HAVE NOT PERFORMED SO WELL WILL CATCH UP IN THE NEAR FUTURE.

I WOULD LIKE TO STRESS THAT THE GROUP OF UNLISTED, AND THEREFORE *PRIMA FACIE* LESS VISIBLE, COMPANIES CONTINUES TO GROW. ITS WEIGHT IN **TIP'S** N.I.V. IS APPROACHING THE ONE BILLION EURO MARK, AND WE BELIEVE THAT THERE WE

THE INFORMATION CONTAINED IN THIS LETTER IS INTENDED FOR PURELY INFORMATION PURPOSES; THIS LETTER IN NO WAY CONSTITUTES SOLICITATION OF PUBLIC INVESTMENTS, NOR INDICATION FOR EVENTUAL BUYS.

COULD HAVE AN EXCELLENT GROUP OF OPPORTUNITIES FOR IPOs AND CORPORATE COMBINATIONS IN THE COMING YEARS.

A SPECIFIC MENTION SHOULD BE MADE OF **ALPITOUR**. MONTHS AGO WE BEGAN A VALORISATION PROCESS BECAUSE, AFTER WHAT WE WENT THROUGH DURING THE COVID PERIOD, IT WAS ONLY RIGHT TO SURVEY THIRD-PARTY INTERESTS. THE PROCESS IS ONGOING, ALTHOUGH WE HAVE SLOWED DOWN IT DUE TO THE IMPROVED RESULTS COMPARED TO THE RECORD YEAR ENDED IN OCTOBER 2023. IN FACT, SOME STAKEHOLDERS HAD OBSERVED THAT LAST YEAR'S RESULTS MAY HAVE BEEN INFLUENCED BY THE SORT OF POST-PANDEMIC ENTHUSIASM THAT LEAD EVERYONE TO TRAVEL MORE. WHAT WE ARE DEMONSTRATING, HOWEVER, IS THAT EVEN IN THE MONTHS FOLLOWING THE YEAR-END, IT NOT ONLY PERFORMED BETTER THAN BUDGETED, BUT ALSO CONSOLIDATED AN INCREASE IN GROWTH THAT APPEARS TO BE STRUCTURAL. EVEN THE NEGATIVE EFFECTS ON EGYPT (AN IMPORTANT DESTINATION FOR THE GROUP) OF THE ISRAELI-PALESTINIAN WAR WERE LIMITED AND WERE OFFSET BY INCREASES IN OTHER DESTINATIONS.

IT MAY BE ITS ABSOLUTE LEADERSHIP IN THE ITALIAN MARKET, OR THE UNIQUENESS OF ITS OFFER (HOTELS, AIRLINES, TOUR OPERATORS, ONLINE SALES, ETC.) BUT THE NUMBERS TO DATE HAVE IMPROVED FURTHER. AND WHILE IT'S NOT EASY, IN A SECTOR AS SPECIALIZED AS TOURISM, TO FIND INVESTORS INTERESTED IN SUCH A COMPLEX STRUCTURE, WHICH IS ALSO CONDITIONED BY CONSTRAINTS SUCH AS THE NEED FOR A EUROPEAN FINAL BENEFICIAL OWNER FOR THE AIRLINE, WE DON'T HAVE THE SLIGHTEST INTENTION OF ACCEPTING PROPOSALS THAT DON'T ADEQUATELY TAKE INTO ACCOUNT WHAT THE GROUP IS AND WHAT IT CAN STILL BECOME.

IN THE INTEREST, AS ALWAYS, OF THE SHAREHOLDERS, WE WILL DO OUR BEST TO FIND THE BEST TECHNICAL, CORPORATE, AND FINANCIAL SOLUTIONS.

ANOTHER SPECIFIC MENTION SHOULD BE MADE OF **BENDING SPOONS**, A WELL-KNOWN APP DEVELOPER HEADQUARTERED IN ITALY, BUT EFFECTIVELY A TRUE DIGITAL MULTINATIONAL, OF WHICH **TIP** HAS BEEN A PARTNER FOR MANY YEARS. AS SOON AS WE HEARD ABOUT THEM - BACK IN 2017 - AS AN ALMOST UNIQUE PHENOMENON IN THE DIGITAL LANDSCAPE, WE IMMEDIATELY CONTACTED THEM. WHILE WE RECEIVED PRAISE FOR OUR BUSINESS MODEL, WE WERE UNABLE TO CONVINCE THEM TO LET US INVEST IN THEIR CAPITAL, BUT THEY "TOOK NOTE" OF OUR INTEREST.

LATER, THEY CONTACTED US AND INVITED US TO INVEST, WHICH WE DID WITHOUT HESITATION, WITHOUT NEGOTIATIONS, WITHOUT DEMANDING ANYTHING EVEN IN

THE INFORMATION CONTAINED IN THIS LETTER IS INTENDED FOR PURELY INFORMATION PURPOSES; THIS LETTER IN NO WAY CONSTITUTES SOLICITATION OF PUBLIC INVESTMENTS, NOR INDICATION FOR EVENTUAL BUYS.

TERMS OF GOVERNANCE. SUBSEQUENTLY, THEY FURTHER OPENED THEIR CAPITAL TO OTHERS, AND WE HAVE ALWAYS SUPPORTED EVERY TRANSACTION. AS OF TODAY, STARTIP HOLDS AROUND 3.3% OF THE CAPITAL, HAS A REPRESENTATIVE ON THE BOARD OF DIRECTORS AND BENEFITS FROM THE IMPRESSIVE INCREASE IN THE COMPANY'S VALUE OVER TIME; THE LAST TRANSACTION WAS AT A PRE-MONEY VALUATION OF 2.4 BILLION DOLLARS.

A FINAL MENTION, GIVEN THE ATTENTION THIS GROUP HAS RECEIVED IN THE PAST, CONCERNS **EATALY**. THE COMPANY CLOSED AN EXCELLENT 2023 WITH OVER 40 MILLION IN EBITDA AND EXPECTS TO CONTINUE ITS GROWTH IN TERMS OF REVENUES AND MARGINS.

CONCLUSIONS

HAVING STARTED THIS REVIEW OF THE YEAR COMMENTING ON THE SINGULARITY OF THE PERIOD, IT IS EVEN MORE DIFFICULT THAN IN THE PAST TO TRY TO DRAW ANY PRECISE CONCLUSIONS.

STARTING FROM THE INDUSTRIAL MARKETS - THE MARKETS THAT MATTER MOST - OUR FIRST FOCUS SHOULD BE ON CHINA AND ASIA IN GENERAL. IT IS THEY THAT BEEN DRIVING THE WORLD ECONOMY FOR DECADES, AND THE FIRST QUESTION TO BE CLARIFIED IS WHETHER OR NOT THIS DRIVING FORCE IS ABOUT TO WEAKEN.

FOR US, THE ANSWER IS NO; THERE IS TOO MUCH DESIRE IN ASIA TO CONTINUE GROWING, TO ALIGN AS MUCH AS POSSIBLE WITH THE WEST, TO CONCLUDE THAT THERE MIGHT BE A SIGNIFICANT SLOWDOWN. THE FEELING ABOUT CHINA IS THAT THE COUNTRY'S POLITICAL LEADERSHIP CANNOT AFFORD TO THWART THE ECONOMIC EXPECTATIONS OF HOUSEHOLDS BECAUSE AFTER THE HUGE GROWTH THAT THEY HAVE ENJOYED FOR MANY YEARS, THE POPULATION CANNOT BE DECEIVED. SO IT IS POSSIBLE THAT THE GOVERNMENT WILL MOVE FROM LOWERING THE SALARIES OF PUBLIC EMPLOYEES TO NORMALIZING THEM AND 'PATCHING UP' REAL ESTATE CRISES IN ORDER TO PREVENT THE SITUATION FROM DETERIORATING. IT IS NO COINCIDENCE THAT THEY HAVE ALREADY ADOPTED A STANCE ON STOCK EXCHANGES BY ISSUING REGULATIONS WITH OTHER INCENTIVES; THE CONSEQUENCES ARE ALREADY VISIBLE.

SO THERE SEEMS TO BE SOME AWARENESS OF NOT WANTING TO FALL BEHIND. IF THIS SCENARIO PLAYS OUT, CHINA WILL CONTINUE TO GROW SIGNIFICANTLY AND, ABOVE ALL, WILL SEEK RECOVER THE GAP CREATED BY MANY INTERNATIONAL

GROUPS' WITHDRAWAL FROM LOCAL PRODUCTION IN THE LAST 2/3 YEARS, NOT LEAST BECAUSE, AS WE KNOW, STARTING WITH APPLE, THIS DISENGAGEMENT IS STRUCTURAL.

NEVERTHELESS, SOMETHING THAT MANY BANKS, ECONOMISTS, AND MEDIA OVERLOOK IS THAT CHINA GREW BY 5% IN 2023 AND HAS JUST CONFIRMED 5% GROWTH IN 2024 AS WELL. FIGURES THAT BEYOND OUR WILDEST DREAMS. FURTHERMORE, INDIA (8%), VIETNAM (5%), THE PHILIPPINES (5%), INDONESIA (5%), AND MANY OTHER ASIAN COUNTRIES ARE EXPERIENCING VERY STRONG GROWTH RATES. THEREFORE, IN MY HUMBLE OPINION, THE ASIAN PULL WILL CONTINUE, AND IF IT DOES, THE WORLD WILL BE ABLE TO STAY QUIET FOR A WHILE LONGER AND BENEFIT FROM IT, EVEN AMIDST WARS AND THREATS OF FURTHER CONFLICTS.

TRANQUILLITY CAN MEAN CONSOLIDATION, SOMETIMES A SLOWDOWN IN GROWTH, WHICH IS HEALTHY AT THIS STAGE, FOLLOWING THE EXCESS DEMAND WITNESSED IN 2021, 2022, AND PARTLY IN 2023.

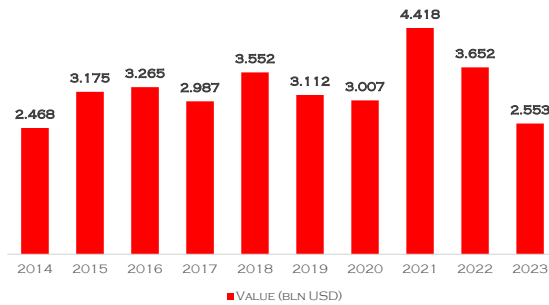
THE BUDGETS OF ALMOST ALL THE COMPANIES WE OBSERVE ARE PRUDENT, AT LEAST IN TERMS OF REVENUE AND PROFITABILITY GROWTH, WHILE THEY ARE MORE POSITIVE IN TERMS OF CASH GENERATION. GIVEN THE REDUCED DEMAND FOR WORKING CAPITAL, NOW THAT THE SEASON OF EXCESSES IN RAW MATERIALS AND ENERGY HAS HOPEFULLY COME TO AN END, AND FOR INVESTMENT, FOLLOWING THE HEAVY CAPITAL EXPENDITURE COMMITMENTS OF RECENT YEARS. AS IS WELL-KNOWN, LIQUIDITY LEVELS ARE ALWAYS THE PRIMARY ENGINE OF GROWTH.

MOVING ON TO FINANCIAL MARKETS, BESIDES THE ANOMALIES TOUCHED UPON EARLIER, SOME PHENOMENA, PARTLY MENTIONED IN LAST YEAR'S LETTER, NEED TO BE HIGHLIGHTED.

THE FIRST, AND IN OUR VIEW THE MOST IMPORTANT, CONCERNS COMPANY VALUATIONS, WHICH CONTINUE TO DECLINE. AS CAN BE NOTICED IN THE GRAPH BELOW, THE MYTHICAL "MULTIPLES" (A CONCEPT WE ARE NOT FOND OF, BUT GIVEN ITS NOW PERVASIVE USE, WE ARE COMPELLED TO CONSIDER) ARE APPROACHING TEN-YEAR LOWS AND IN 2023 WERE LOWER THAN COVID PERIOD LEVEL. THIS WAS ALSO THE CASE WITH THE OVERALL VALUES OF FINALISED DEALS.

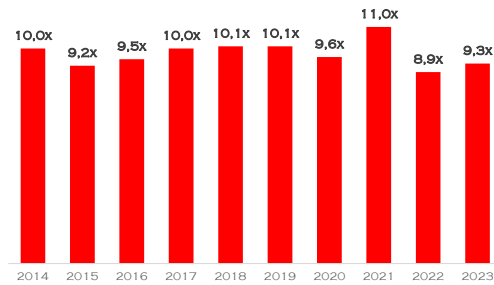
THE GRAPHS ARE REALLY EMBLEMATIC.

GLOBAL M&A VALUE



SOURCE: KPMG

**MEDIAN M&A EV/EBITDA
MULTIPLE**



SOURCE: PITCHBOOK

THE CAUSES AND EFFECTS OF THIS ARE THAT THE ENTIRE PRIVATE EQUITY WORLD IS SLOWING DOWN, FROM FUND RAISING TO THE VALUE OF DEALS, AND SOMETIMES EVEN TO THEIR NUMBER, FROM EXITS (WHICH MORE THAN HALVED IN 2023 COMPARED TO 2022) TO LBO OPERATIONS, WHICH STILL ACCOUNT FOR 75% OF GLOBAL PRIVATE EQUITY MARKET.

EVERYTHING SEEMS TO CONTRIBUTE TO A SLOWDOWN IN THE OPERATIONS OF THAT CATEGORY OF PLAYERS THAT HAD BEEN DOING THE LION'S SHARE OF MERGERS AND ACQUISITIONS FOR AT LEAST 20 YEARS. WE ARE ALREADY SEEING SIGNS OF INCREASED ACTIVITY AMONG SO-CALLED "TRADE BUYERS", I.E. COMPANIES THAT CONCLUDE TRANSACTIONS ON THE BASIS OF STRATEGIC CONSIDERATIONS AND SYNERGIES, NOT BECAUSE THEY NEED TO "PUT TO WORK" MONEY THAT HAD FLOWED EVEN MORE ABUNDANTLY DURING THE YEARS OF LOW INTEREST RATES.

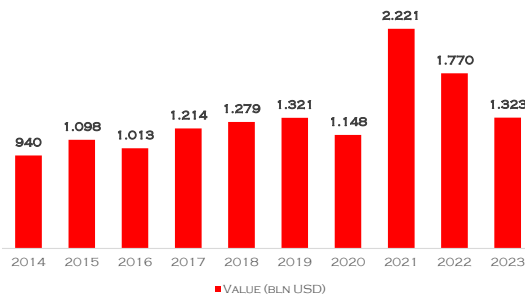
ALL OF THIS IS GENERATING STRONG SENSATIONS OF STRUCTURAL CHANGE IN THE CORPORATE FINANCE WORLD: APART FROM A FEW GROUPS OR BANKS THAT HAVE BENEFITTED IN TERMS OF FAVOURABLE STOCK MARKET VALUATIONS IN RECENT MONTHS, MOST OF THE COMPANIES DO NOT CONSIDER THEMSELVES WELL-VALUED IN THE MARKETS AND, CONVERSELY, ARE WILLING TO PAY LOWER PRICES FOR MERGERS AND ACQUISITIONS THAN THOSE SEEN IN THE RECENT PAST.

THE VERY FACT THAT COMPETITION FROM A SIGNIFICANT PORTION OF THE PRIVATE EQUITY SECTOR HAS DECREASED INDUCES CAUTION. OBVIOUSLY, THERE WILL BE EXCEPTIONS, BUT EVEN THESE, I BELIEVE, WILL BE MORE LIMITED THAN IN THE PAST BECAUSE THE GROUPS THAT CAN TRULY AFFORD TO "NOT WORRY ABOUT THE NUMBERS" ARE ALWAYS FEW, AND NVIDIA'S 33 TIMES TURNOVER, MICROSOFT'S 13

THE INFORMATION CONTAINED IN THIS LETTER IS INTENDED FOR PURELY INFORMATION PURPOSES; THIS LETTER IN NO WAY CONSTITUTES SOLICITATION OF PUBLIC INVESTMENTS, NOR INDICATION FOR EVENTUAL BUYS.

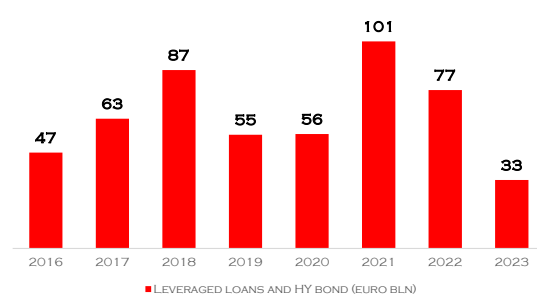
TIMES, OR META'S 9 TIMES (COMPARED TO THE 2.7 TIMES FOR THE S&P 500, WHICH AT 27 TIMES THE P/E RATIO ANYWAY), REMAIN RARE. MOREOVER, THE 2022 COLLAPSE OF MANY TECHNOLOGY COMPANIES ON THE NASDAQ HAS EFFECTIVELY CAPPED MANY OF THE EXCESSES OF THE PAST, SO THAT THE LEVEL OF CAUTION AND ATTENTION TO OVERPRICING IS WIDESPREAD TODAY.

GLOBAL PRIVATE EQUITY TREND



SOURCE: PITCHBOOK

EUROPEAN LBO ACTIVITY



SOURCE: DEBTWIRE E MERGERMARKET

A FINE-TUNING OF THESE PHENOMENA REVEALS THAT CERTAIN RECENT DEALS ARE ATTRIBUTABLE TO PRIVATE EQUITY FUNDS THAT ARE NEARING THE END OF THEIR INVESTMENT PERIOD AND DECIDE TO MAKE NEW TRADES - PERHAPS WITH EXCHANGES AMONG THEMSELVES AT STRANGE PRICES AND OFTEN ON THE HIGHEST QUALITY ASSETS - TO AVOID MISSING OPPORTUNITIES. AT THE SAME TIME, CONTINUATION FUNDS ARE TAKING OFF.

THE PICTURE THAT EMERGES FROM THESE CONSIDERATIONS IS THEREFORE ONE OF MARKETS WITH FEWER EXCESSES, WITH MANY "TRENDS" STILL INFLUENCING CHOICES (FOR EXAMPLE THE RECENT PERFORMANCE OF BITCOIN AND GOLD), ESPECIALLY IN THE STOCK MARKET, AND WITH AN EVEN GREATER RELIANCE ON AUTOMATED INVESTMENT SELECTION SYSTEMS.

OBVIOUSLY THE INCREASINGLY IMPETUOUS ADVENT OF THE POTENTIAL AT LEAST APPARENTLY OFFERED BY ARTIFICIAL INTELLIGENCE, REPRESENTS NOT ONLY THE GREATEST DISRUPTIVE FACTOR BUT ALSO NEW, INCREASINGLY MECHANISTIC WAYS OF OPERATING. IT IS NO COINCIDENCE THAT ALSO THE MARKET SHARE OF PASSIVE FUNDS INCREASES EVERY DAY AND HAS REACHED VERY IMPRESSIVE LEVELS.

THIS IS A GREAT FRUSTRATION FOR THOSE WHO FEEL THEY DESERVE ATTENTION BEYOND THE RELATIONSHIPS BETWEEN INDICES, SECTORS, AND WEIGHTS OF

THE INFORMATION CONTAINED IN THIS LETTER IS INTENDED FOR PURELY INFORMATION PURPOSES; THIS LETTER IN NO WAY CONSTITUTES SOLICITATION OF PUBLIC INVESTMENTS, NOR INDICATION FOR EVENTUAL BUYS.

STOCKS, I.E. ALMOST ALL THOSE WHO, LIKE US AND THE ENTREPRENEURS AND MANAGERS WHO ARE PART OF OUR GROUP, PUT STRATEGIES, HEAD, HEART, PASSION, AND DETERMINATION INTO MANAGING COMPANIES.

ASIDE FROM GENERIC DISCUSSIONS, THE IMPLICATIONS FOR OUR COMPANIES OF WHAT WE HAVE REPORTED ARE THAT WE SEE 2024 AS A YEAR OF GREAT OPPORTUNITIES FOR BOTH **TIP** AND OUR INVESTEE COMPANIES, MORE FOR ACQUISITIONS THAN FOR DISPOSALS. IT COULD THEN BE A YEAR OF MANY "ADD-ONS" BY MANY COMPANIES, DUE ON ONE HAND TO INTEREST RATES THAT WILL DECREASE SLIGHTLY, WHILE, ON THE OTHER, STIMULATING DEALS MORE OF AN INDUSTRIAL THAN FINANCIAL NATURE.

AT THE SAME TIME, THERE WILL BE MOMENTS WHEN MANY COMPANIES WILL STRUGGLE TO REPAY LOANS AND, GIVEN THE BANKS' OBJECTIVELY REDUCED THEIR APPE-TITE FOR LENDING, MANY COMPANIES WILL FIND THEMSELVES IN NEED OF THE FI-NANCIAL PARTNER THEY HAVE AVOIDED FOR YEARS. THEREFORE, IT COULD BE FI-NALLY A GOOD PERIOD FOR **ITACA**, WITH SMART BANKS PROMOTING RECAPITALIZA-TIONS AND TURNAROUNDS OF CLIENT COMPANIES IN ORDER TO MORE QUIETLY PRO-VIDE NEW FUNDS OR RENEW LOANS.

MANY PREDICT A "TWO-FACED" 2024; A MORE STABLE FIRST HALF YEAR, WITH DATA THAT COULD FLUCTUATE BETWEEN STABILITY AND SLIGHT REDUCTIONS, AND A BRIGHTER SECOND HALF, WITH SIGNIFICANT SIGNS OF ACCELERATION. THE ANOM-ALIES IDENTIFIED AND REPORTED HERE LEAD US TO BE WARY OF THESE KINDS OF PROJECTIONS; IN FACT, NO ONE KNOWS WHETHER THERE WILL BE POLICIES - OR EVEN JUST TRENDS – IN ASIA THAT WILL ONCE AGAIN TURBO-CHARGE THE ECONO-MIES OF OTHER COUNTRIES OR SECTORS, OR WHETHER CONSUMPTION WILL PICK UP VIGOROUSLY IN AMERICA. EUROPE, AS ALWAYS, LIVES BY REFLECTED LIGHT.

EVERYONE TRUSTS THAT ARTIFICIAL INTELLIGENCE CAN BE MORE THAN A TURBO-CHARGER, BUT OF COURSE THIS ONLY APPLIES TO THOSE ON THE RIGHT SIDE. BUT EVEN THERE, AFTER THE UPS AND DOWNS OF THE METAVERSE, IT PAYS TO BE CAU-TIOUS. SO, ON THIS, WE HAVE FEW DOUBTS; WE MUST FIRST AND FOREMOST CON-TINUE TO STAND BY, CLOSE TO OUR COMPANIES, HELP THEM FACE THIS STRANGE PERIOD FROM A MOSTLY STRATEGIC PERSPECTIVE, TO TRY TO SELECT AND AS FAR AS POSSIBLE SEIZE ALL OPPORTUNITIES, BECAUSE - AS **TIP**'S HISTORY REMINDS US EVERY DAY - IT IS IN THESE PERIODS THAT WE HAVE CONCLUDED THE MOST COURA-GEOUS TRANSACTIONS, WHICH TURNED OUT TO BE THE MOST SIGNIFICANT.

TO CONCLUDE, A BIG THANK YOU TO ALL MY COLLEAGUES AT **TIP**, TO THE ENTRE-PRENEURS AND MANAGERS WHO RUN THE INVESTEE COMPANIES, AND TO ALL OF

THE INFORMATION CONTAINED IN THIS LETTER IS INTENDED FOR PURELY INFORMATION PURPOSES; THIS LETTER IN NO WAY CON-SSTITUTES SOLICITATION OF PUBLIC INVESTMENTS, NOR INDICATION FOR EVENTUAL BUYS.

YOU WHO HAVE BEEN FOLLOWING US FOR YEARS AND TO WHOM WE HOPE TO PROVIDE EVEN GREATER SATISFACTION IN 2024.

WE BEGIN WITH A PROPOSAL TO THE SHAREHOLDERS' MEETING OF A DIVIDEND (0,15 PER SHARE) THAT ONCE AGAIN IS AN INCREASE, EVEN THOUGH MANY BELIEVE THAT COMPANIES LIKE OURS SHOULD NOT DISTRIBUTE EQUITY BUT INSTEAD INVEST EVERYTHING. **TIP** HOWEVER OPERATES IN A MARKET, THE ITALIAN MARKET, IN WHICH EVERY SAVER OR INVESTOR LOOKS AT THE RETURN BEFORE THE GROWTH OF A STOCK, SO WE DECIDED TO ONCE AGAIN MOVE TOWARDS YOU, SHAREHOLDERS, ALBEIT WITH THE USUAL CAUTION, AWARE THAT WE WOULD NEVER HAVE ACHIEVED THE RESULTS YOU KNOW IF WE HAD FOCUSED MORE ON DISTRIBUTION THAN ON ACCUMULATION.

THANK YOU ALWAYS FOR YOUR TRUST.

GIOVANNI TAMBURI

MILAN, MARCH 15, 2024