



30/06/2023

**NICHEE**  
ASSET MANAGEMENT

# Pharus Asian Value Niche

## Portfolio Update

31 Marzo 2023– 30 Giugno 2023



Data di lancio: 18.02.2019

Total Net Asset value 30.06.23: € 26,704,245.82

Currency: EUR

Net Asset Value  
per share

As of 30.06.23:

Class A – ISIN: LU1867072578 € 122.43

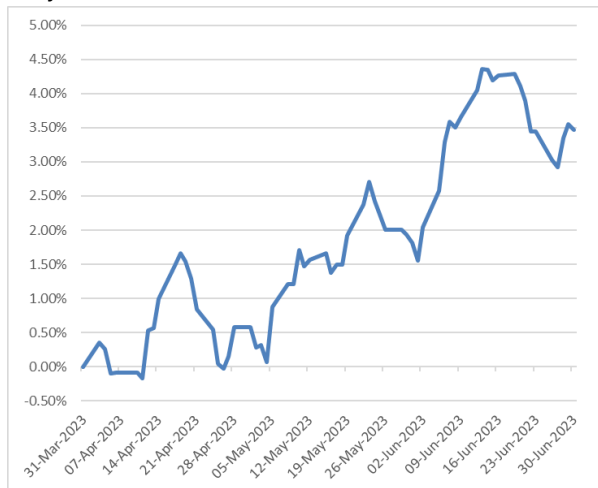
Class B – ISIN: LU1867072651 € 126.27

Class Q – ISIN: LU1867072735 € 126.10

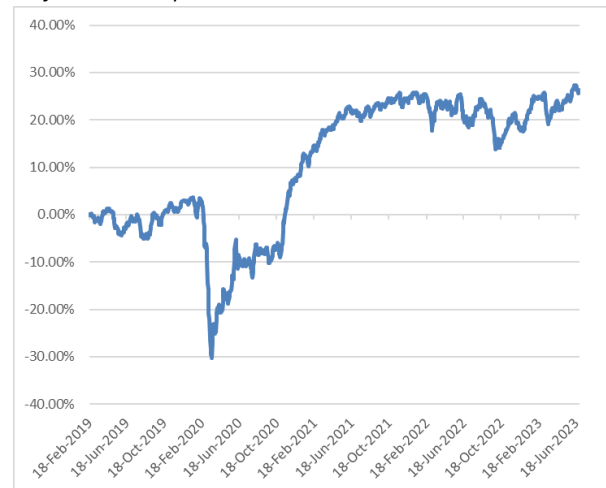
	Q2	Year to Date	1 Year	Since inception
Performance (class B)	+3,47%	+7,40%	+5,97%	+26,27%

### Net asset value per share

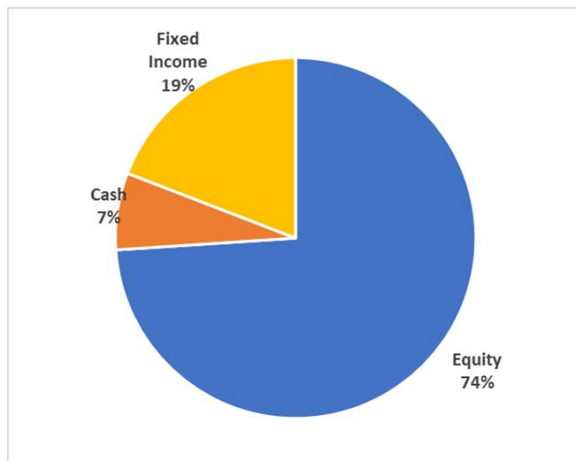
Performance secondo trimestre : +3.47%



Performance da partenza: +26.27%



### Portfolio breakdown by asset class



Il fondo investe in modo flessibile in un portafoglio diversificato di azioni (dallo 0% al 100% del NAV) e di obbligazioni (dallo 0% al 100%).

La componente azionaria ha una esposizione prevalente sui mercati dell'Asia Pacific ed è suddivisa in portafogli azionari indipendenti, ognuno dei quali è focalizzato su una Nicchia azionaria trascurata dal mercato, ma con ampi potenzialità di crescita nel medio periodo.

La componente obbligazionaria include investimenti obbligazionari, con un obiettivo a ritorno assoluto senza vincoli.

\* rating al 31/01/23 – Classe Q

Copyright © Morningstar, Inc. All Rights Reserved. The information contained herein: (1) is proprietary to Morningstar and/or its content providers; (2) may not be copied or distributed; and (3) is not warranted to be accurate, complete or timely. Neither Morningstar nor its content providers are responsible for any damages or losses arising from any use of this information. Past performance is no guarantee of future results. Download The Morningstar Rating for Funds (chapter: The Morningstar Rating: Three-, Five-, and 10-Year) on the [Morningstar website](https://www.morningstar.com).

Il trimestre ha visto il fondo registrare un progresso del 3.5% circa.

Come lo scorso trimestre, otto delle dodici nicchie azionarie hanno contribuito positivamente alla performance del fondo, confermando di nuovo la validità dell'approccio di diversificazione di temi value. Questo permette di assorbire la forte dispersione che l'approccio deep value è solita dare. La nicchia migliore, **Indonesian Infrastructures Small Caps**, ha registrato una performance positiva del 12,7%. La nicchia peggiore, **Cocoon**, ha registrato una perdita dell'8,8%.

Il trimestre ha visto il forte deprezzamento dello yen e del won coreano. Questo ha depresso i ritorni di diverse nicchie dove l'esposizione al Giappone e alla Corea è importante. Tuttavia, abbiamo recuperato buona parte del deprezzamento dello yen attraverso la copertura del cambio di cui non teniamo conto nella performance di ciascuna nicchia che viene esposta nel report in euro. Non abbiamo invece copertura sul won e le nicchie fortemente esposte alla Corea, come **Korea Reunification** o **No Meat's Land**, presentano quindi nel report la performance effettiva. Il won è una valuta strutturalmente forte che soffre per fattori sostanziali ma passeggeri. Tali fattori sono la debolezza della Cina e la crisi immobiliare nelle aree metropolitane del Paese. Non crediamo che la crisi cinese sia passeggera, ma crediamo che sia passeggero l'impatto sulla Corea in quanto sarà più che compensato da altri fattori, quali i maggiori investimenti in infrastrutture produttive per il processo di onshoring da parte di società coreane o per la necessaria diversificazione dalla Cina da parte di società Occidentali. L'aumento dei tassi di interesse ha creato stress in un paese dove il 70% dei mutui è a tasso variabile. Tuttavia, i tassi hanno probabilmente raggiunto il loro picco, il sistema finanziario e le società di costruzioni sono solide, il prezzo delle case nelle periferie e campagne non è oggetto di speculazione. Questa crisi sta riducendo il prezzo delle case nelle metropoli che sono state oggetto di investimenti speculativi e questo è positivo. È uno splendido momento per investire in Corea, in particolare nelle realtà domestiche in cui si focalizza la nostra nicchia **Korea Reunification**, società che soffrono per l'ansia del consumatore. Questa fase deprime un'area di mercato già depressa, ma che vanta forti fondamentali e grandi possibilità di un poderoso rerating.

Nel deep value, almeno per come lo interpretiamo noi, bisogna diversificare molto, stare attenti al debito ed essere molto pazienti. Nel fondo **Asian Value Niches** vi sono oltre 500 titoli che in un mondo che irragionevolmente ricerca fondi altamente concentrati, con 20/30 nomi, rappresenta sicuramente qualcosa di inusuale e, a nostro avviso, saggio. La strutturazione del portafoglio in nicchie permette all'investitore di capire cosa si comporta male e cosa sta iniziando a dare risultati.

Il mercato nel suo complesso risente di una negatività generalizzata che trae le proprie origini dall'inevitabile rallentamento dell'economia indotto dalle Banche Centrali. Inoltre, serpeggia la percezione che il mercato sia sopravvalutato. Bene, noi crediamo che il mercato sbaglia. Iniziando dalle valutazioni, ricordiamo al lettore come in una nota poesia di quasi un secolo fa, Trilussa definiva la Statistica come quella cosa per cui se qualcuno mangia un pollo e qualcun altro no, in media hanno mangiato mezzo pollo ciascuno. Stessa cosa vale per gli indici. Questi ti danno una fotografia utile, ma che deve tuttavia essere interpretata. Giudicare la valutazione del mercato dalla media del rapporto prezzo/utili dei componenti di un indice rispetto alla loro storia presuppone che 1) l'investitore investa negli indici (ma, come sappiamo, per quello ci sono gli ETF o i grossi fondi a low TEV) 2) che gli indici abbiano sempre la stessa composizione. Sappiamo come sia naturale che le banche o le acciaierie o gli automaker abbiano valutazioni molto più basse dei titoli tecnologici. Oggi gli indici sono impregnati di titoli tecnologici che, grazie alla loro forte crescita, meritano multipli maggiori. Ma se guardiamo molti settori, tipo "tradizionali", come finanziari, utilities, auto, telecom, commodities, presentano valutazioni ben sotto la loro media storica. Vi è poi chi guarda al premio per il rischio che, come sappiamo è impattato dai tassi a lungo. Tuttavia, usare gli attuali tassi a lunga come un elemento sostanziale per la nostra valutazione sembra quanto mai discutibile, vista la loro volatilità e, soprattutto, la loro insostenibilità. Usare una media a tre anni avrebbe a nostro avviso più senso.

Per concludere crediamo che appena il mercato sentirà odore di recessione, in modo controintuitivo, farà esplodere un rally potente, focalizzato sui settori più tradizionali che oggi sono deep value, recuperando l'inflazione degli ultimi tre anni e anticipando gli effetti positivi di trend secolari quali la transizione energetica e la deglobalization. E non ci stupiremmo se prima di questo assistessimo al crollo delle crypto e ad una crisi sostanziale del private equity, riassorbendo gli eccessi dell'ultimo decennio.

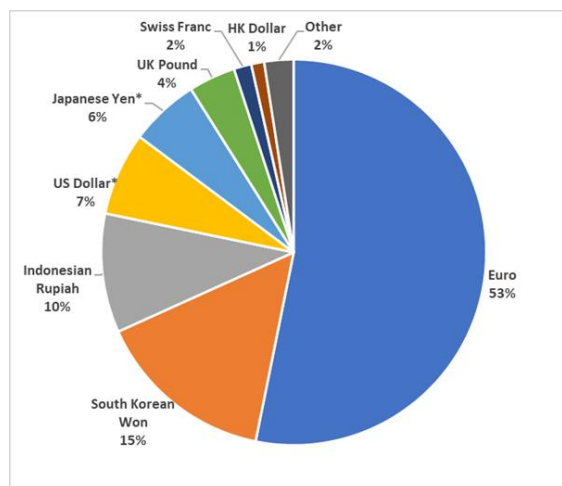
Crediamo che il nostro prodotto rappresenti il veicolo ideale per cavalcare questi cambiamenti e coglierne le poderose opportunità. Tutto questo con un rischio specifico molto basso e una grande trasparenza.

## Performance di nicchia secondo trimestre

NICHE	Return
Electric Mobility Value	2.41%
6G Value	-2.53%
Internet Victims	6.20%
Indonesian Infrastructure Small Caps	12.74%
Korea Reunification	0.22%
Japanese Orphan Companies	3.18%
Magic of Graphite	-1.40%
Champagne	7.22%
No meat's land	0.16%
Cocoon	-8.76%
Beauty for nothing	-4.10%
Fly with me	10.24%

\*Per una ripartizione dettagliata delle performance delle nicchie e degli indici di mercato si veda la tabella nella pagina dell'appendice.

## Portfolio breakdown by currency



\*net of JPY hedging.

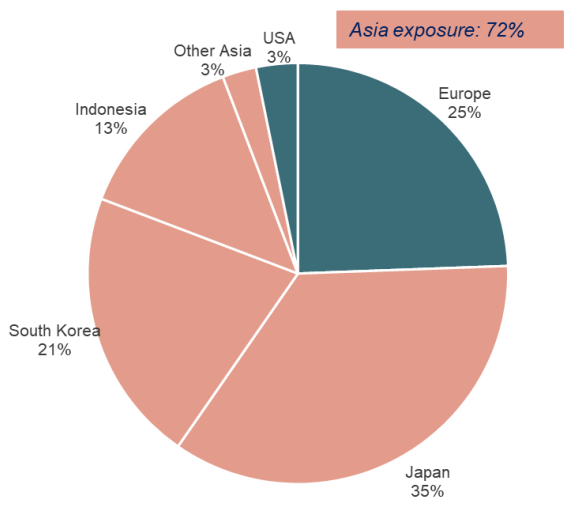
## Top holdings

ISIN	Security	Portfolio	%
LU1867072222	Pharus Sicav Elec Mob Value Niche B Eur	Electric Mobility	14.70%
IE000MFX2916	Nichejungle Jap Orphan I Eur Acc	Japanese Orphan Companies	13.60%
IE0004F6ARY1	Nichejungle Kor Reunif Sdg I Eur Acc	Korea Re-unification	10.34%
FR0013461274	Eramet 5.8750 19-25 21/05A	Bond	2.31%
IT0005283111	Il Sole 24 Ore	Internet Victims	1.96%
XS1658012023	Barclays Bank Plc Fl.R 17-99 31/12Q	Bond	1.57%
XS2271356201	Webuild Spa 5.875 20-25 15/12A/12A	Bond	1.53%
XS2189784288	Commerzbank Ag Fl.R 20-99 31/12A	Bond	1.39%
US251525AN16	Deutsche Bank Sub Fl.R 14-Xx 30/04A	Bond	1.23%
CH0244767585	UBS Group	Internet Victims	1.22%

## Equity top holdings

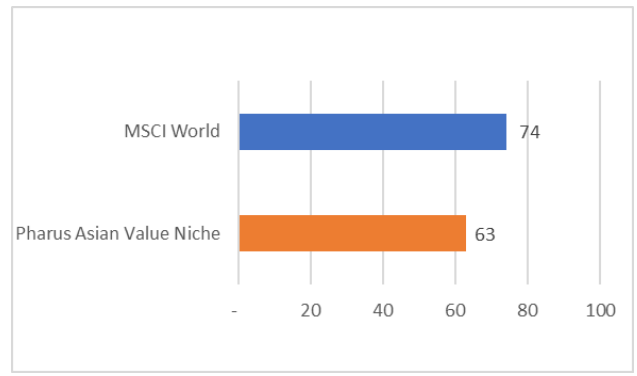
ISIN	Security	Niche	Sub-Niche	%
IT0005283111	Il Sole 24 Ore	Internet Victims	Publishers	1.96%
CH0244767585	UBS Group Sa	Internet Victims	Financials	1.22%
ID1000104508	Pt Tempo Scan Pacific Tbk	Indonesian Inf SC	Consumer Products	1.19%
FR0000062796	Vranken-Pommery Monopole	Champagne	Champagne	1.16%
FR0000051732	Atos SE	5G	5G Apps	1.08%
JP3544000007	Teijin Ltd	Magic of Graphite	Composites	0.99%
US7960508882	Samsung Elec GDR	5G	5G Apps	0.68%
ID1000094402	Bank OCBC Nisp	Indonesian Inf SC	Banks	0.66%
ES0178430E18	Telefonica SA	5G	Telecom Services	0.63%
FR0004027068	Lanson	Champagne	Champagne	0.61%

### Equity breakdown by geographical exposure



Source: Niche AM

### Equity Portfolio ESG rating



Source: Niche AM, Thomson Reuters



## Contents

<b>Electric Mobility Value .....</b>	<b>6</b>
<b>5G Value .....</b>	<b>8</b>
<b>Internet Victims .....</b>	<b>10</b>
<b>Indonesian Infrastructure Small Caps .....</b>	<b>12</b>
<b>Japanese Orphan Companies .....</b>	<b>14</b>
<b>Korea Reunification .....</b>	<b>16</b>
<b>Champagne .....</b>	<b>18</b>
<b>The Magic of Graphite .....</b>	<b>20</b>
<b>Cocoon .....</b>	<b>22</b>
<b>Beauty for nothing.....</b>	<b>24</b>
<b>No meat's land.....</b>	<b>26</b>
<b>Fly with me .....</b>	<b>28</b>
<b>Bond Portfolio .....</b>	<b>30</b>
<b>Neglected Luxury .....</b>	<b>32</b>
<b>The CUB.....</b>	<b>33</b>
<b>Close the Gap.....</b>	<b>34</b>
<b>Steel and Plastic Substitution.....</b>	<b>35</b>

# Electric Mobility Value

## Approccio Value su un Tema Growth



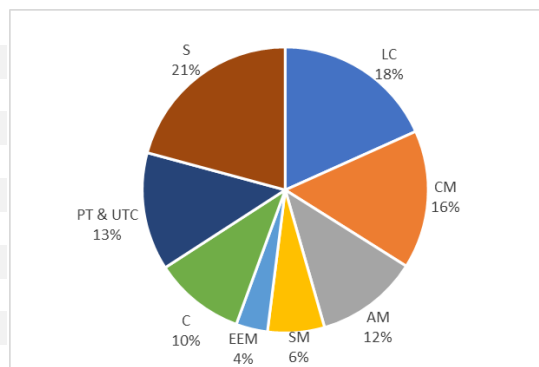
# stocks: 64

Average Market Cap (mln €) 9.941

Median Market Cap (mln €): 1.012

### Electric Mobility – segment breakdown

		Asian Niches Fund	EM Niche
Lithium Cells	LC	2.6%	18.3%
Cathode makers	CM	2.2%	15.7%
Anode Makers	AM	1.7%	11.6%
Separators makers	SM	0.9%	6.4%
Electrolytes and Elecfoils	EEM	0.5%	3.6%
Commodities	C	1.5%	10.3%
Power Train & Ultracapacitors	PT & UTC	1.9%	13.3%
Satellites (S)	S	3.0%	20.8%
<b>Total</b>		<b>14.2%</b>	<b>100.0%</b>



### Top Holdings

Name	Sub- Niche	Asian Niches Weight	Return Q2
Panasonic	Lithium Cells	1.0%	35.61%
LG Chemical Pref	Lithium Cells	0.7%	11.86%
Sumitomo Metal Mining	Cathodes	0.6%	-16.16%
Valeo	Power Trains & Ultracapacitors	0.5%	3.81%
Teijin	Separators	0.5%	-5.61%

### Maggiori incrementi nel trimestre

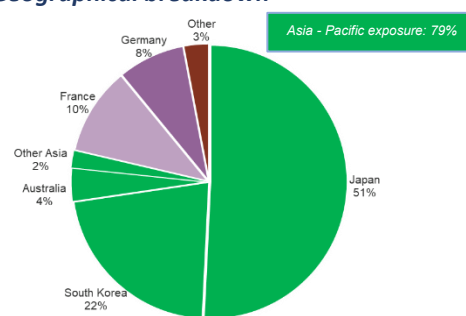
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06
W-Scope	0.0%	0.1%
Volkswagen Pref Shs	0.2%	0.3%
Duerr	0.0%	0.1%

### Maggior decrementi nel trimestre

Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06	Total Return
LG Chem Preferred Stock	1.0%	0.7%	+35.1%
Posco Holdings	0.6%	0.4%	+64.5%
Panasonic Holdings	1.0%	0.9%	+30.9%

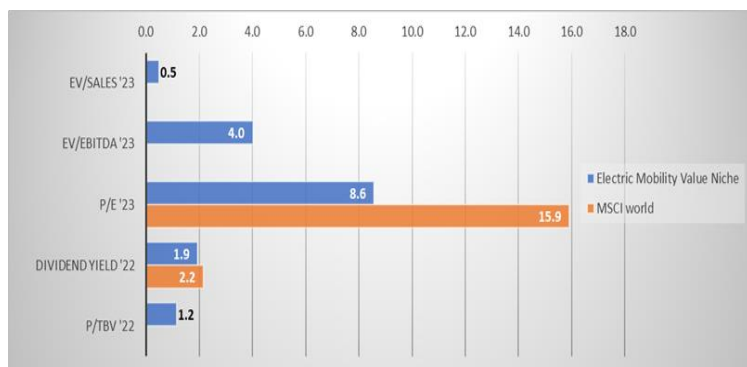
Source : Niche AM, Thomson Reuters

### Geographical breakdown



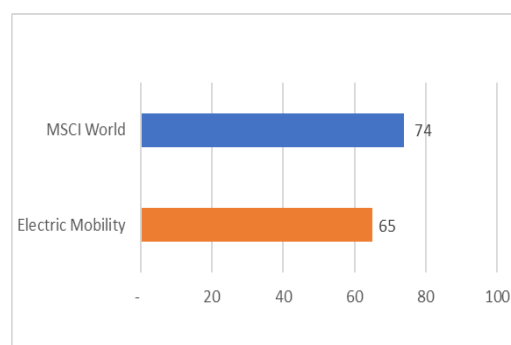
Source: Niche AM

### Valuation snapshot



Source: Niche AM, Thomson Reuters

### ESG rating (Thomson Reuters)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

# Electric Mobility Value

## Approccio Value su un Tema Growth



### Commento

La Nicchia si è apprezzata del 2.4% nel corso del secondo trimestre.

Il periodo è stato sostenuto da un buon andamento delle vendite di veicoli elettrici in Cina, in alcuni Paesi europei e negli Stati Uniti, dove crescono le aspettative sull'attesa accelerazione derivante dall'*Inflation Reduction Act* (IRA), che renderanno questo Paese un hub globale per la produzione di auto elettriche. A maggio le vendite globali di auto elettriche sono state di oltre 1 mln, con un aumento del 50% rispetto all'anno precedente (quota di mercato del 16%).

La performance del fondo è stata sostenuta dalle sotto-nicchie *Lithium Cells* (+15.5%) e *Powertrains & Ultracapacitors* (+9,1%). La nicchia *Lithium Cells* ha beneficiato della buona performance dei produttori giapponesi e coreani esposti all'IRA. Da quando è stato introdotto l'IRA, infatti, i produttori di auto elettriche hanno già annunciato investimenti per oltre 60 miliardi di dollari, ed una quota rilevante di essi è stata proprio annunciata da operatori da player giapponesi e coreani. Essi sono di fatto i principali beneficiari della scelta degli USA di creare una supply chain non più dipendente dalla Cina, dato il loro know-how e l'esperienza accumulata nella produzione di batterie su larga scala.

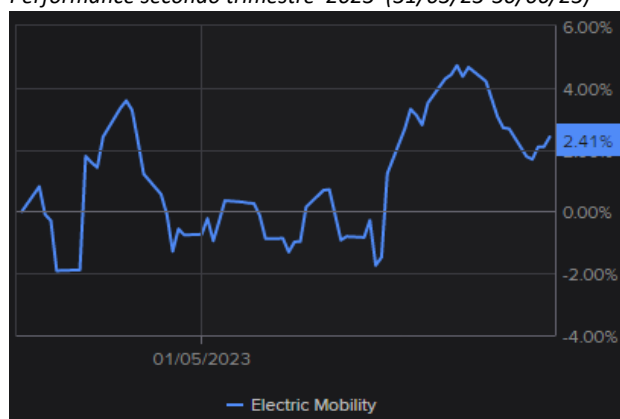
Il maggior contributo alla performance positiva è stato dato da Panasonic, storico fornitore di batterie per Tesla, che incrementerà significativamente la propria presenza USA con nuove gigafactory. Abbiamo sfruttato questa fase di forza per prendere parziale profitto sul titolo, così come su LG Chemical, la holding di controllo di LG Energy Solutions, terzo operatore al mondo del settore. Ha sofferto, invece, SK Innovation, in seguito all'annuncio di un aumento di capitale volto a sostenere il piano di crescita del nuovo business dell'energia verde, che migliora il già solido profilo di crescita. Su questo titolo valuteremo pertanto un incremento su potenziale fase di debolezza.

Tra i contributori negativi, invece, segnaliamo le nicchie *Commodities* (-15.2%) e *Catodi* (-13.4%). La prima nicchia ha sofferto del calo generalizzato delle materie prime, il litio in primis, ma anche altre commodities legate non solo alle auto elettriche, ma al ciclo macroeconomico, quali il nickel e grafite. Indicativamente, la flessione dei costi delle materie prime per auto elettriche è scesa di circa il 30% da inizio anno, ponendo le premesse per un abbassamento dei prezzi di listino (già attuati da Tesla e dai produttori cinesi) che non potranno che accelerarne la diffusione.

In questo contesto è stata incrementata Syrah, un importante produttore di grafite in Mozambico e di materiali precursori per la produzione di anodi delle batterie elettriche negli USA. Questo operatore rappresenta una delle poche alternative ai produttori cinesi e risulta anch'esso un beneficiario dell'IRA. La Nicchia Catodi ha invece sofferto della flessione di Toda Kogyo, partner di Basf nella produzione di precursori per catodi, che sta vivendo un momento negativo per le altre divisioni in cui opera.

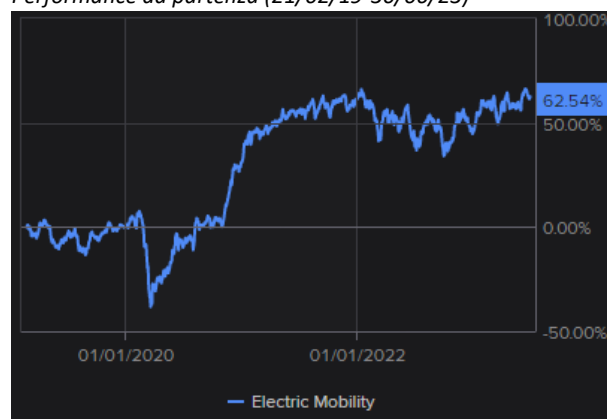
Nel corso del mese sono stati aggiunti nuovi titoli al portafoglio, tra cui due small cap giapponesi esposte su separatori e catodi, nonché altri operatori nella nicchia *Satellites*, in particolar modo player esposti alla crescita delle linee di assemblaggio per EV e a sistemi di gestione termica sempre delle auto elettriche.

Performance secondo trimestre 2023 (31/03/23-30/06/23)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

Performance da partenza (21/02/19-30/06/23)



### Descrizione della Nicchia

La mobilità elettrica crescerà drammaticamente nei prossimi anni, a una velocità ancora inaspettata ai più, inclusi molti addetti ai lavori. Sarà pervasiva, cambiando per sempre il trasporto via terra, mare e aria. Le vendite di batterie per trasporto elettrico, solo uno dei diversi sottosectori che fanno parte della mobilità elettrica, supereranno in pochi anni quelle dei semiconduttori. Riteniamo che il settore rappresenti un'ottima opportunità per coloro che lo conoscono in modo approfondito, mentre possa essere pieno di insidie per coloro che ne hanno una conoscenza superficiale o lo affrontano con un approccio speculativo. Niche Asset Management team vanta un'esperienza lunga e di successo in questa area di investimento.

# 5G Value

*Il prossimo capitolo della rivoluzione di internet*



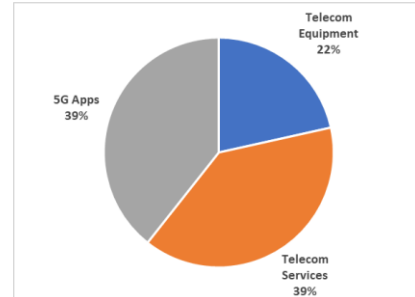
# stocks: 17

Average Market Cap (mln €) 58.6278

Median Market Cap (mln €): 7.032

## 5G breakdown

	Asian Niches Fund	5G Niche
Telecom Equipment	1.4%	21.5%
Telecom Operators	2.5%	39.1%
5G Apps	2.5%	39.4%
<b>Total</b>	<b>6.4%</b>	<b>100.0%</b>



Source: Niche AM

## Top Holdings

Name	Sub- Niche	Asian Niches Weight	Return Q2
Atos	5G Apps	1.1%	14.8%
Samsung Elec GDR	5G Apps	0.7%	12.1%
Telefonica	Telecom Services	0.6%	-6.5%
Nokia	Telecom Equipment	0.5%	-15.1%
Telecom Italia	Telecom Services	0.5%	-15.8%

## Maggior incrementi nel trimestre

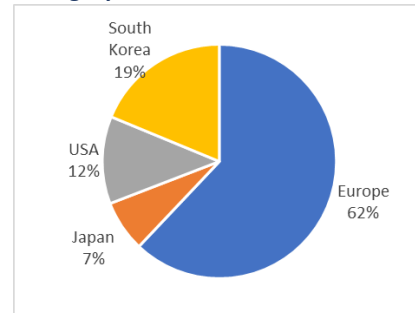
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06
AST SpaceMobile	0.0%	0.1%

## Maggior decrementi nel trimestre

Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06	Total Return
Orange	0.9%	0.0%	+19.3%

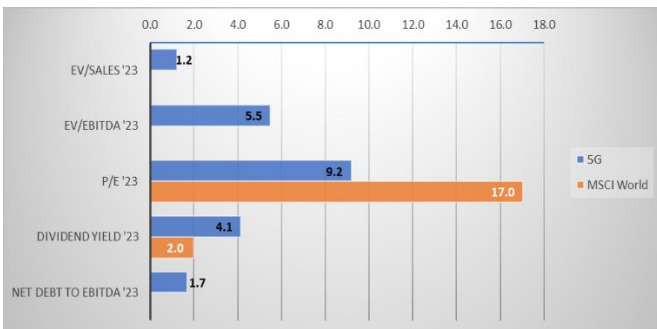
Source : Niche AM, Thomson Reuters

## Geographical breakdown



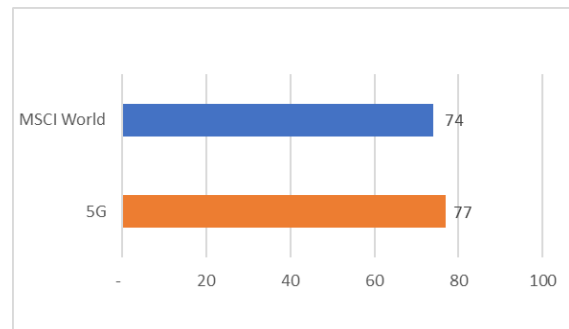
Source: Niche AM

## Valuation Snapshot



Source: Niche AM, Thomson Reuters

## ESG rating (Thomson Reuters)



Source: Niche AM, Thomson Reuters



# 5G Value

*Il prossimo capitolo della rivoluzione di internet*



## Commento

La Nicchia è scesa del 2.3% nel corso del secondo trimestre, riducendo parte dei significativi guadagni registrati nel primo trimestre dell'anno.

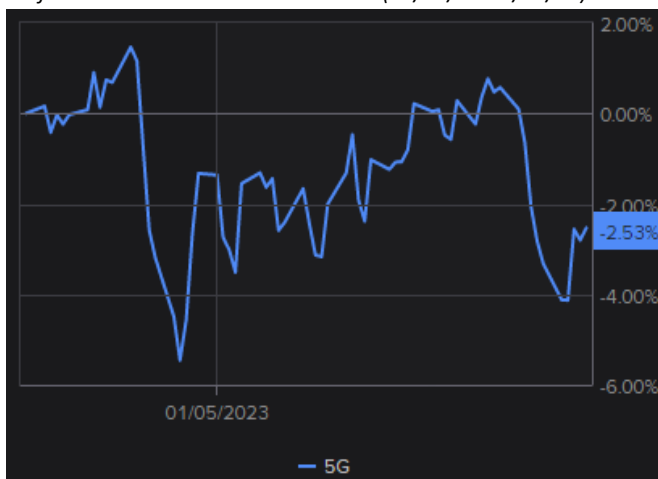
Il suo andamento è stato penalizzato dall'andamento negativo delle sotto-nicchie Telecom Services e Telecom Equipment, che rappresentano rispettivamente il 39% ed il 22% della Nicchia, parzialmente compensato dall'andamento positivo della sotto-Nicchia 5G App/IT Consultants.

Per quanto riguarda i **Telecom Services**, in prevalenza europei, i contributi maggiormente negativi sono arrivati da Telecom Italia, complice la fase di stallo nel processo di separazione della rete, e British Telecom, su aspettative di taglio del dividendo. Le società presenti in questa sotto-nicchia stanno realizzando i network 5G, con un certo ritardo rispetto ai gruppi statunitensi e asiatici. Una volta completato il network, questo rappresenta ovviamente un elemento fondamentale nella crescita poi di servizi 5G specialmente per il mondo corporate. Come già evidenziato in precedenti commenti, il 5G apre vaste possibilità di collegare sensori, dispositivi e oggetti autonomi (cosiddetto "Internet delle cose" o IoT) ed ampliare la diffusione dell'intelligenza artificiale (AI). Si tratta di dispositivi necessitano di un'elevata larghezza di banda, ultra-affidabilità e bassa latenza che solo il 5G può dare.

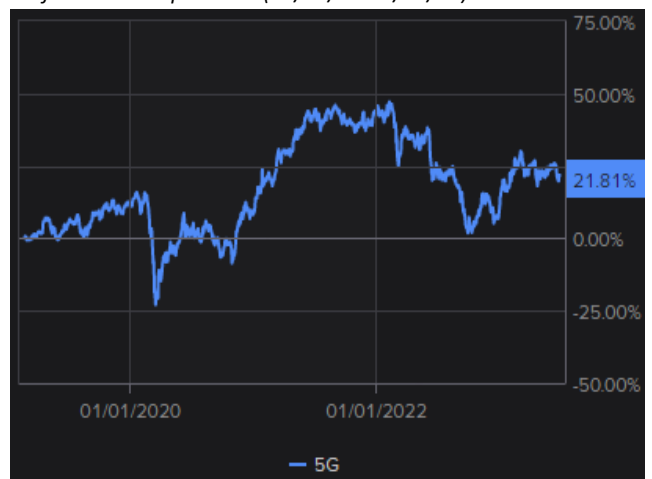
Un contributo negativo alla performance è poi arrivato anche da **Telecom Equipment**, in particolar modo Nokia, che ha sofferto della contrazione degli investimenti sul network 5G più marcata delle attese nel mercato statunitense. Questo dipende dal fatto che gli operatori di telecomunicazione, avendo già completato la prima fase di investimenti 5G, stanno ora cercando di massimizzare il cash flow, e questo non è stato sufficientemente compensato dagli investimenti in Europa e India. Nokia tratta ora al tangible book value, su livelli molto attraenti, perché: il mercato di riferimento presenta una buona crescita robusta (traffico dati in crescita a doppia cifra ancora per anni, 5G); il mercato è consolidato dopo la forzata uscita di Huawei; l'importante portafoglio di brevetti (5500 patents essenziali per il 5G) supporta un flusso costante di ricavi, con spazi di ulteriore monetizzazione nei prossimi, specie la connettività per automobili.

Nell'ambito di questa sotto-Nicchia abbiamo creato una piccola posizione su AST SpaceMobile, una società USA che offre soluzioni satellitari per permettere l'accesso a Internet in zone remote.

Performance secondo trimestre 2023 (31/03/23-30/06/23)



Performance da partenza (21/02/19-30/06/23)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

## Descrizione della Nicchia

Il 5G sta arrivando

- Questo rappresenta l'inizio di un viaggio di 5/10 anni che porterà alla piena connettività 5G
- Il 5G caratterizzerà questo secolo e cambierà per sempre le nostre vite
- Il 5G aprirà la porta a nuovi modelli di business, incrementerà eccezionalmente la produttività e renderà il mondo più piccolo e più sicuro
- 5G porterà con sé una serie di tecnologie rivoluzionarie. IoT, AI, VR, AU, blockchain, self-driving cars, smart living, smart homes, remote healthcare non sarebbero possibili senza 5G. Allo stesso tempo una serie di società che renderanno il 5G possibili sono per ora trascurate dal mercato e offrono significativo valore. Obiettivo di NAM è offrire all'investitore un portafoglio gestito attivamente con le società che saranno le protagoniste di questa rivoluzione.

# Internet Victims

## Alla ricerca dei survivors



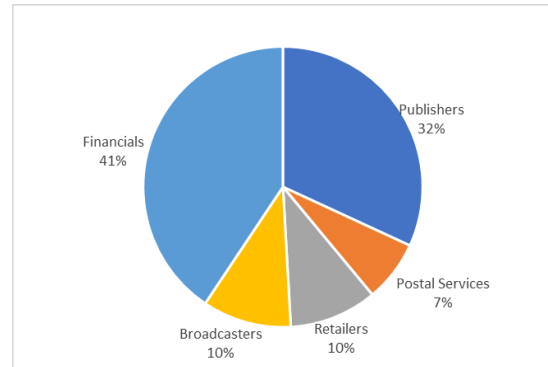
# stocks: 22

Average Market Cap (mln €) 20.267

Median Market Cap (mln €): 1.378

### Internet Victims breakdown

	Asian Niches Fund	Internet Victims Niche
Publishers	2.7%	31.9%
Postal Services	0.6%	7.1%
Retailers	0.9%	10.2%
Broadcasters	0.9%	10.3%
Financials	3.5%	40.6%
<b>Total</b>	<b>8.5%</b>	<b>100.0%</b>



Source: Niche AM

### Top Holdings

Name	Sub- Niche	Asian Niches Weight	Return Q2
Il Sole 24 Ore	Publishers	2.0%	18.5%
UBS Group Sa	Financials	1.2%	-4.8%
BNP Paribas Sa	Financials	0.5%	4.5%
Societe Generale	Financials	0.5%	14.5%
RCS Mediagroup	Publishers	0.5%	-4.7%

### Maggior incrementi nel trimestre

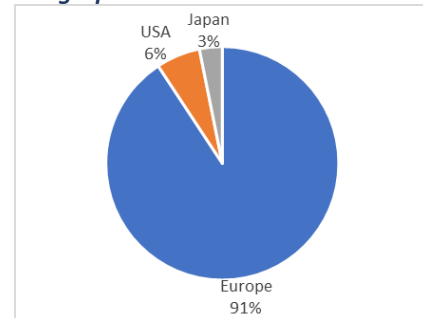
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06
UBS Group	0.7%	1.2%
Reach	0.0%	0.1%

### Maggior decrementi nel trimestre

Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06	Total Return
Unicredit	0.9%	0.0%	+76.7%

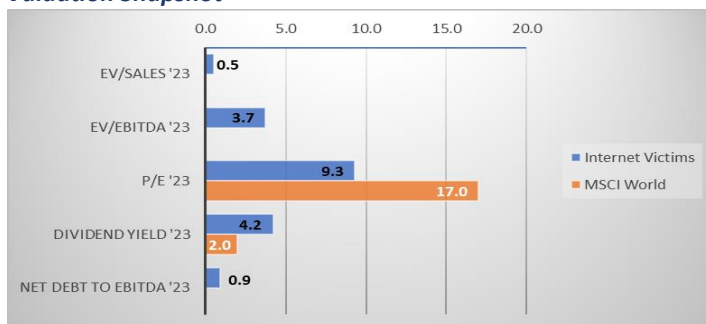
Source: Niche AM, Thomson Reuters

### Geographical breakdown



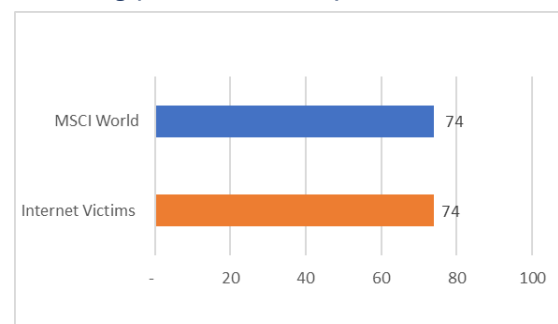
Source: Niche AM

### Valuation Snapshot



Source: Niche AM, Thomson Reuters

### ESG rating (Thomson Reuters)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

# Internet Victims

## Alla ricerca dei survivors



### Commento

La Nicchia si è apprezzata del 6.2% nel trimestre, recuperando ampiamente il calo fatto registrare nei primi mesi dell'anno a seguito della crisi delle banche regionali statunitensi e delle forti ripercussioni negative avute su Credit Suisse.

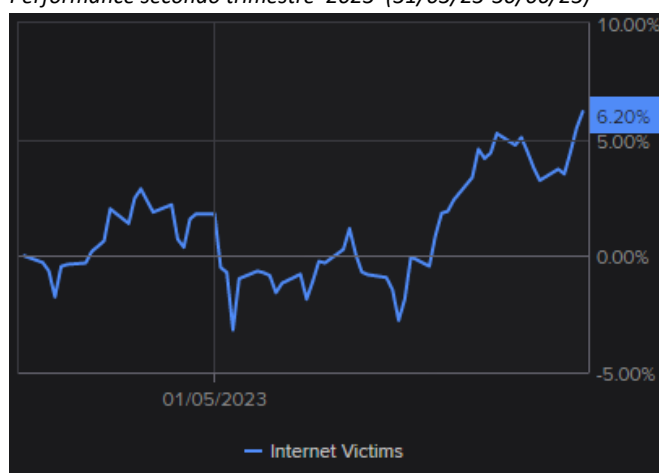
Il contributo maggiore alla performance è arrivato dalla sotto-nicchia dei Financials, che rappresenta circa il 40% degli investimenti della Nicchia. Il buon andamento è stato sostenuto in parte dal venir meno di timori di crisi finanziaria, in parte da risultati supportivi. La maggiore capacità di generare utili nel mutato contesto dei tassi d'interesse, associato alla solidità patrimoniale, figlia del processo di de-risking pluriennale del sistema, hanno evidenziato l'attrattività del settore. In alcuni casi la scelta del management di ritornare capitale in eccesso ha reso maggiormente visibile l'elevato livello di sottovalutazione. In questo contesto la rotazione di portafoglio ha comportato prese di profitto su istituti oggetto di rating importanti, quali Unicredit. È stata incrementata UBS in considerazione dell'attesa creazione di valore dall'acquisizione a prezzi da (super)saldo di Credit Suisse. Come già precedentemente evidenziato, il potenziale upside di UBS è tale da poter, nel tempo, ampiamente compensare le perdite subite dal fondo dall'esposizione sul titolo Credit Suisse. Allo stesso tempo, poi, UBS rappresenta probabilmente la realtà più solida del settore.

Positivo anche il contributo della sotto-nicchia dei Publishers, grazie al positivo contributo de Il Sole 24 Ore, i cui risultati economico-finanziari stanno progressivamente migliorando pur in assenza di un miglioramento della raccolta pubblicitaria, grazie al piano di ristrutturazione portato avanti nel corso degli ultimi anni.

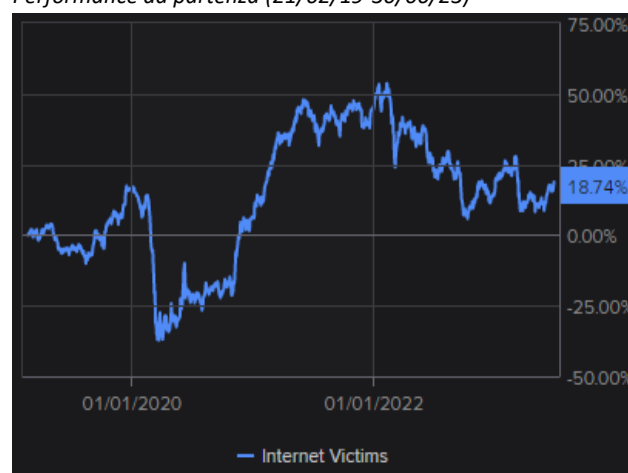
Sempre in questa sotto-Nicchia è stato reinserito Reach, importante operatore editoriale inglese che gestisce testate nazionali come il Mirror e l'Express, oltre che numerose testate locali.

E' stato negativo, invece, il contributo dei Postal Operators, che stanno risentendo dell'attesa riduzione dei volumi dei pacchi, dopo la fase di picco del periodo pandemico, del declino strutturale della posta tradizionale, e dell'effetto inflattivo sulla base costi. Le valutazioni cui trattano questi gruppi, estremamente depresse in termini assoluti (P/E 6-10x), sono lontane dall'incorporare la redditività potenziale di medio periodo, tanto più considerata la crescita strutturale del business dell'e-commerce.

Performance secondo trimestre 2023 (31/03/23-30/06/23)



Performance da partenza (21/02/19-30/06/23)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

### Descrizione della Nicchia

Internet rappresenta un cambiamento drammatico con il potere di creare una serie di rivoluzioni tecnologiche in tanti settori. Ogni rivoluzione tecnologica, registra molte vittime; alcuni business model vengono sostituiti; molte società non riescono ad adattarsi, mentre nuovi protagonisti entrano nel mercato, sviluppandosi con successo a detrimento degli incumbent.

Questo processo, lento e crudele, è ben noto agli investitori che tuttavia, tendono spesso a comprendere tardi l'ampiezza del cambiamento.

Una volta che il nuovo trend è chiaro, gli investitori vendono i vecchi player e cercano esposizione ai nuovi. I vecchi player devono vivere un lungo periodo di ristrutturazione e di ridefinizione del modello di business; in questa fase le loro valutazioni vengono messe sotto pressione e processi di consolidamento o fallimenti sono comuni. Chiamiamo queste le internet VICTIMS.

Alla fine di ogni rivoluzione tecnologica una nuova classe di società emerge; questa classe è composta dai vecchi player che sono sopravvissuti al cambiamento, beneficiando della riduzione dei concorrenti e/o adattando il loro modello di business. Chiamiamo questi gli internet SURVIVORS.

Trovare e investire nei survivors può essere talvolta più premiante rispetto a investire nelle società vincenti.

# Indonesian Infrastructure Small Caps

*La nuova India*



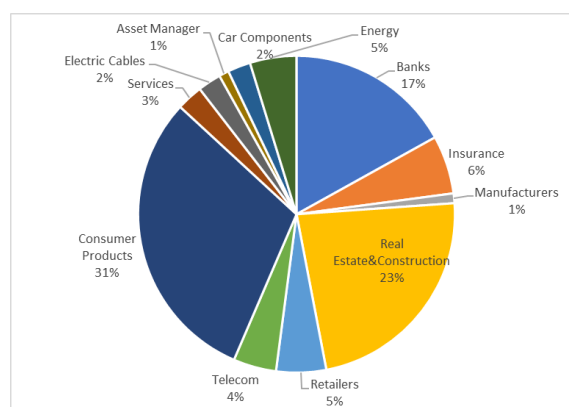
# stocks: 33

Average Market Cap (mln €): 722

Median Market Cap (mln €): 301

## Indonesian Infrastructures Small Caps breakdown

	Asian Niches Fund	Indonesian Infrastructures Small Caps
Banks	1.6%	17%
Insurance	0.6%	6%
Manufacturers	0.1%	1%
Real Estate& Construction	2.2%	23%
Retailers	0.5%	5%
Telecom	0.4%	4%
Consumer Products	3.0%	30%
Services	0.3%	3%
Electric Cables	0.2%	2%
Asset Manager	0.1%	1%
Car Components	0.2%	2%
Energy	0.5%	5%
<b>Total</b>	<b>9.7%</b>	<b>100.0%</b>



Source: Niche AM

## Top Holdings

Name	Sub- Niche	Asian Niches Weight	Return Q2
Pt Tempo Scan Pacific	Consumer Products	1.2%	15.4%
Bank Ocbc Nisp	Banks	0.7%	53.2%
Wijaya Karya Beton	Real Estate& Construction	0.5%	-17.0%
Cikarang Listrindo	Consumer Products	0.5%	6.4%
Bank Danamon Indonesia	Banks	0.5%	1.0%

## Maggior incrementi nel trimestre

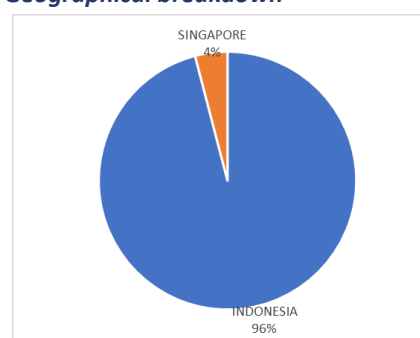
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06
Asuransi Tugu Pratama Ind	0.2%	0.3%
Bank BTPN	0.2%	0.3%
Perusahaan Gas Negara	0.0%	0.1%

## Maggior decrementi nel trimestre

Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06	Total Return
Delfi	0.7%	0.0%	80.2%
Astra Otoparts	0.4%	0.3%	+121.1%

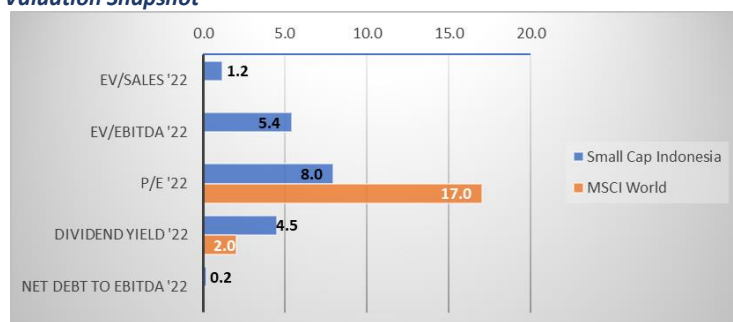
Source: Niche AM, Thomson Reuters

## Geographical breakdown



Source : Niche AM

## Valuation Snapshot



Source: Niche AM, Thomson Reuters

# Indonesian Infrastructure Small Caps

*La nuova India*



## Commento

Durante il secondo trimestre la Nicchia ha realizzato una performance positiva pari al 12.7%, chiudendo il semestre con un progresso di oltre il 16%, tra le migliori all'interno del fondo.

L'andamento positivo è stato ancora supportato da positivi dati macroeconomici, con crescita robusta dal PIL (+5% primo trimestre), supportato da una buona dinamica dei consumi privati. L'indice di fiducia dei consumatori del mese di maggio è salito sui livelli più alti degli ultimi 12 mesi supportato dal mercato del lavoro e aspettative business. La Banca d'Indonesia ha mantenuto invariato il tasso di riferimento al 5,75%, in linea con le attese, date la dinamica inflazionistica sotto controllo, contribuendo a stabilizzare ulteriormente la rupia.

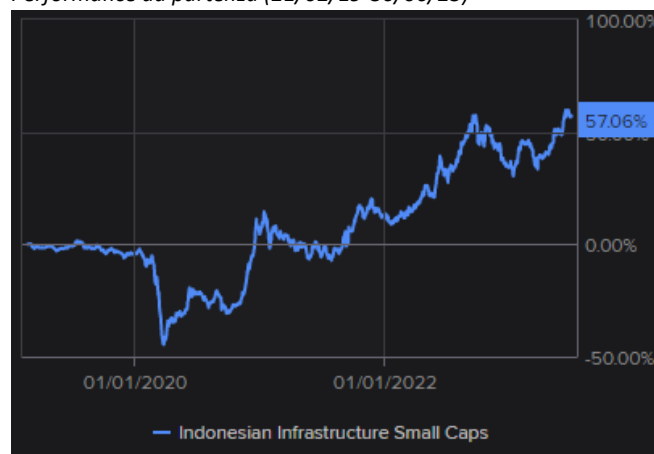
In termini di operatività è stata incrementata la diversificazione all'interno della Nicchia, ora composta da oltre 30 titoli, in particolare modo per quanto riguarda il settore utilities, dove sono stati inserite tre società: Perusahaan Gas Negara, Kencana Energi Lestari e Pertamina Geothermal Energy. Si tratta di realtà con connotazioni value e supportivo dividend yield, con forza patrimoniale in grado di supportare la necessaria crescita dimensionale che serve al Paese per irrobustire il network infrastrutturale e la generazione di energia. Per quanto riguarda Pertamina Geothermal Energy, società che permette alla nicchia di essere esposta alla crescita dell'energia geotermica indonesiana, il potenziale di incremento della capacità produttiva è notevole. Si tratta di una realtà controllata dallo Stato che ha nei suoi piani un poderoso incremento dell'utilizzo di questa energia nei prossimi anni. Il Governo indonesiano, infatti, prevede che il potenziale geotermico dell'Indonesia possa attestarsi a 24 gigawatt, rispetto ai 2,4 gigawatt attualmente utilizzati (di cui circa 0.7 gigawatt gestiti da Pertamina Geothermal Energy).

Nell'ambito del settore food è stata sfruttata la forte fase di forza di Delfi, supportata da un supportivo andamento dei risultati, per prendere profitto. Si è preso anche parzialmente profitto su Astra Otoparts, società esposta al settore della componentistica automobilistica che mira a diversificare il business nelle apparecchiature medicali, che ha realizzato un forte re-rating, nonostante il quale continua a trattare a meno di 10 volte gli utili '24.

Performance secondo trimestre 2023 (31/03/23-30/06/23)



Performance da partenza (21/02/19-30/06/23)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

## Descrizione della Nicchia

L'Indonesia è un paese con potenziali incredibili. Il suo territorio è immenso, fertile e colmo di bellezze naturali uniche. Ricco di risorse naturali. Il clima è ideale per l'agricoltura e il turismo. La popolazione è mite e amichevole. Il livello di corporate governance è discreto per gli standard dei paesi emergenti. La banca centrale è indipendente e affidabile. Il sistema democratico si sta rapidamente evolvendo e la corruzione sta diminuendo. Il debito pubblico è basso e così l'indebitamento delle famiglie e delle società. Il deficit delle partite correnti non supera mai il 3% e l'indebitamento in valuta estera è limitato. L'inflazione sta riducendosi velocemente mentre la crescita è solida e ha margini di accelerazione grazie ai necessari enormi investimenti infrastrutturali di cui il paese ha estremo bisogno. Mentre queste qualità sono ben riflesse nelle valutazioni delle big caps, non lo sono assolutamente nelle small caps che trattano ad un eccezionale sconto. Tale sconto dipende dalla bassa trasparenza e solidità che questa asset class aveva in passato. Le cose sono cambiate e ci aspettiamo un rapido re rating nei prossimi anni, come già avvenuto in India.

# Japanese Orphan Companies

*Un'anomalia che non durerà*



# stocks: 176

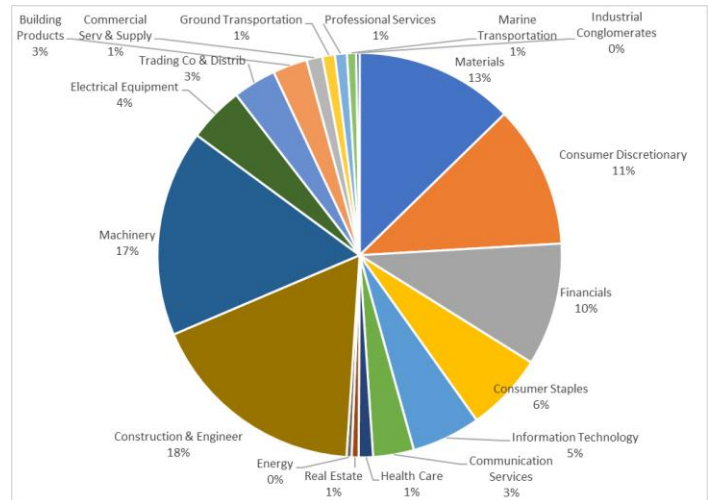
Average Market Cap (mln €) 219

Median Market Cap (mln €): 139

## Japanese Orphan Companies breakdown

	Fund	JOC Niche
Materials	1.8%	12.7%
Consumer Discretionary	1.6%	11.4%
Financials	1.4%	9.8%
Consumer Staples	0.9%	6.3%
Information Technology	0.8%	5.5%
Communication Services	0.5%	3.3%
Health Care	0.2%	1.1%
Real Estate	0.1%	0.6%
Energy	0.1%	0.4%
Construction & Engineer	2.5%	17.5%
Machinery	2.4%	16.5%
Electrical Equipment	0.6%	4.4%
Trading Co & Distrib	0.5%	3.5%
Building Products	0.4%	2.8%
Commercial Serv & Supply	0.2%	1.3%
Ground Transportation	0.1%	1.0%
Professional Services	0.1%	1.0%
Marine Transportation	0.1%	0.7%
<b>Total</b>	<b>14.5%</b>	<b>100.0%</b>

Source: Niche AM



## Top Holdings

Name	Sub- Niche	Asian Niches Weight	Return Q2
Furukawa	Industrials	0.3%	12.2%
Zenitaka	Costructions	0.3%	-2.8%
Heian Ceremony Service	Funerary Services	0.2%	0.7%
Nikkon	Logistic Services	0.2%	5.9%
Endo Manufacturing	Manufacturing	0.2%	-13.5%

## Maggior incrementi nel trimestre

Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06
Endo Manufacturing	0.1%	0.2%
Zenitaka	0.2%	0.3%
Komaihaltec	0.0%	0.1%

## Maggior decrementi nel trimestre

Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06	Total Return
N/A	-	-	-

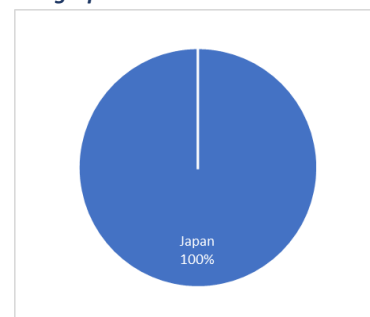
## Valuation Snapshot



\* Last available

Source: Niche AM, Thomson Reuters

## Geographical breakdown



# Japanese Orphan Companies

*Un'anomalia che non durerà*



## Commento

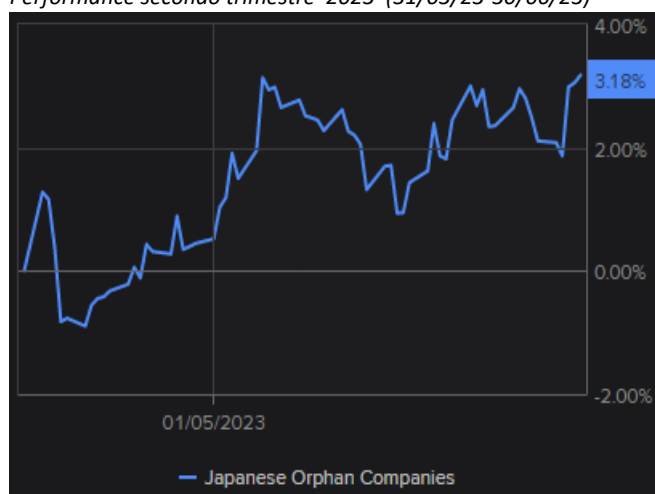
La nicchia ha chiuso il trimestre con una performance del +3,18%.

Nel corso del periodo lo yen è stato volatile, deprezzandosi di oltre il 10% rispetto all'euro. Questa nicchia copre circa il 50% dell'esposizione allo yen, proteggendosi dall'indebolimento strutturale di questa divisa e riducendo in tal modo la volatilità. Da evidenziare come il portafoglio sia già naturalmente coperto dall'indebolimento dello yen grazie alla sensibilità dei suoi utili. La ripresa del Giappone ha bisogno di uno yen debole, che stimoli le esportazioni, gli investimenti interni, il turismo e, infine, la fiducia e i consumi.

Durante il trimestre la maggior parte delle società "orphans" ha reso note le stime di vendita per l'anno 2023-2024, con una previsione di incremento medio prossima al 6%. Questo ci sembra rappresentare un segnale che le forze inflazionistiche stanno iniziando a penetrare nell'economia giapponese, ponendo le premesse per un futuro aumento significativo degli utili, spingendo il mercato azionario verso un ulteriore rialzo dopo tre decenni di sottoperformance.

Il portafoglio di questa nicchia è composto da titoli che presentano una liquidità netta media superiore al 125% della loro capitalizzazione di mercato, pur trattando al di sotto di 0,5x TBV e con un P/E inferiore a 9x. Riteniamo che questa estrema anomalia sarà riassorbita non appena l'economia giapponese si normalizzerà.

Performance secondo trimestre 2023 (31/03/23-30/06/23)



Performance da partenza (21/02/19-30/06/23)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

## Descrizione della Nicchia

Per le società quotate la copertura degli analisti è essenziale per attrarre l'interesse degli investitori e, di conseguenza, aumentarne la liquidità e le valutazioni. Tuttavia, vi sono in Giappone molte società che non hanno copertura o ce l'hanno molto limitata. Le ragioni possono essere diverse: la copertura può risultare troppo costosa, troppo impegnativa in termini di tempo dedicato, la società può essere di tipo familiare e non interessata alla valutazione che il mercato le attribuisce, può essere una delle molte società la cui copertura è stata tagliata a seguito della ristrutturazione degli uffici analisi successivamente alla crisi del 2008 e/o delle nuove regolamentazioni finanziarie implementate, etc. Ne deriva che molte di queste "orphan companies" trattano a sconti significativi rispetto ai peers e al loro fair value. L'analisi viene fatta direttamente da noi, attraverso diverse fonti alternative (dati di bilancio, interviste ai concorrenti /clienti/fornitori, interazione con il management, etc.). Normalmente questo sconto si chiude alla ripresa della copertura degli analisti, o a seguito di operazioni societarie. Qui troviamo molte attraenti opportunità di investimento che possono offrire significative soddisfazioni se l'investitore sa essere paziente.

# Korea Reunification

Una opzione gratis su un mercato già attraente



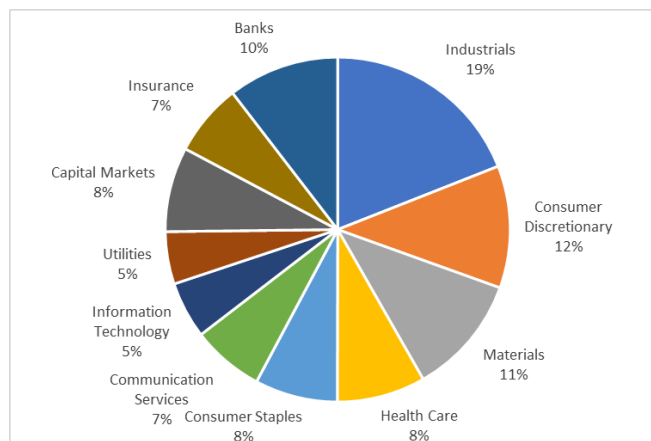
# stocks: 128

Average Market Cap (mln €) 2.128

Median Market Cap (mln €): 241

## Korea Reunification breakdown

	Asian Niches Fund	Korea Reunification Niche
Industrials	1.9%	19.0%
Consumer Discretionary	1.1%	11.4%
Materials	1.1%	11.2%
Health Care	0.8%	8.3%
Consumer Staples	0.8%	7.7%
Communication Services	0.7%	6.8%
Information Technology	0.5%	5.3%
Utilities	0.5%	4.9%
Capital Markets	0.8%	7.9%
Insurance	0.7%	6.8%
Banks	1.0%	10.4%
<b>Total</b>	<b>9.9%</b>	<b>100.0%</b>



Source: Niche AM

## Top Holdings

Name	Sub- Niche	Asian Niches Weight	Return Q2
Industrial Bank Of Korea	Banks	0.2%	1.01%
Woori Financial Group	Banks	0.2%	1.96%
KT	Telecommunication	0.1%	-0.16%
Samsung Securities	Capital Markets	0.1%	12.05%
KB Financial Group	Banks	0.1%	-1.12%

## Maggiori incrementi nel trimestre

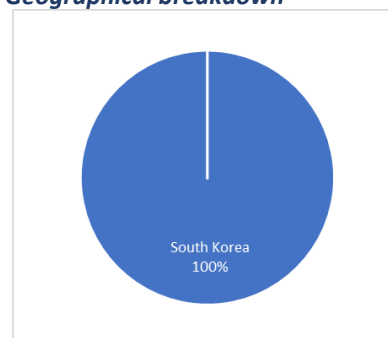
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06
Hecto Innovation	0.0%	0.1%
Hanwha Solutions	0.0%	0.1%
Asia Paper Manufacturing	0.0%	0.1%

## Maggiori decrementi nel trimestre

Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06	Total Return
Rifa Industrial	0.1%	0.0%	+63.1%
SK Rent A Car	0.1%	0.0%	+43.8%
Hyundai Elevator	0.1%	0.0%	+72.3%

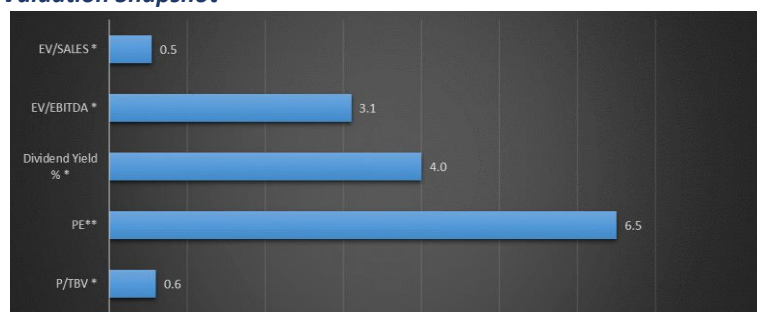
Source: Niche AM, Thomson Reuters

## Geographical breakdown



Source: Niche AM

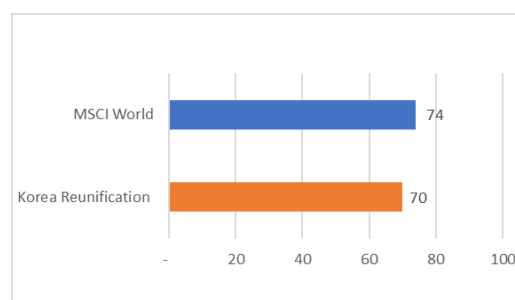
## Valuation Snapshot



\* Last available

Source: Niche AM, Thomson Reuters

## ESG rating (Thomson Reuters)



Source: Niche AM, Thomson Reuters



# Korea Reunification

Una opzione gratis su un mercato già attraente



## Commento

La Nicchia ha chiuso il trimestre sostanzialmente sugli stessi livelli di quello precedente (+0.22%).

Questo andamento, inferiore a quello fatto registrare dall'indice azionario coreano Kospi (+3.6% in euro) riflette la sottoperformance delle società esposte all'economia locale su cui si focalizza la nicchia. Questa componente del mercato azionario coreano, infatti, ha nettamente sottoperformato quella tecnologica ed esposta all'export, nonostante le già depresse valutazioni (P/E medio prossimo a 6x) che non possono che far aumentare l'attrattività dell'investimento in un'ottica di medio periodo.

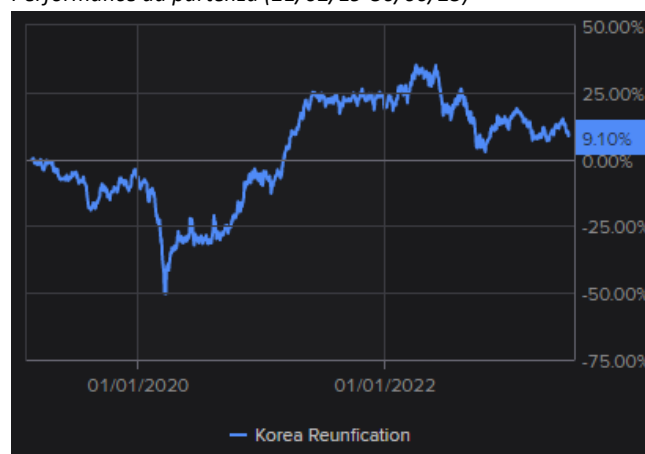
Sulla performance ha influito della fase di debolezza dello won coreano, su cui non vengono effettuate coperture. La dinamica della divisa coreana è ascrivibile in parte alla caduta dello yen giapponese e alla fragilità dello yuan, in parte al rallentamento cinese e al crollo del mercato dei semiconduttori che hanno trasformato il consueto surplus commerciale in deficit. Infine, la Banca di Corea ha mantenuto il tasso di policy al 3,5%, senza poterlo aumentare ulteriormente per limitare i danni sul mercato immobiliare residenziale. Tuttavia, va a nostro avviso evidenziato come nel lungo periodo la moneta coreana possa contare su una forza lavoro coltivata e imprenditoriale, su un vantaggio tecnologico, su un ambiente democratico e su un basso debito pubblico per attrarre investimenti esteri e sostenere le esportazioni.

A causa degli alti tassi di interesse, della politica fiscale restrittiva e delle tensioni geopolitiche, i consumi privati rimangono deboli. La menzionata crisi del settore immobiliare non è ancora terminata, ma i recenti dati sull'inflazione fanno ben sperare in un necessario taglio dei tassi entro la fine dell'anno. I prezzi delle abitazioni metropolitane devono scendere ulteriormente per tornare a un livello di accessibilità accettabile. Il governo è intenzionato a tornare a una politica fiscale equilibrata, proteggendo al contempo i segmenti più fragili della popolazione. Nei prossimi mesi dovrebbero essere introdotte riforme per rafforzare la rete di sicurezza sociale, affrontando le disuguaglianze nel Paese. Il PIL dovrebbe crescere tra l'1,2% e l'1,7% nel 2023, con

Performance secondo trimestre 2023 (31/03/23-30/06/23)



Performance da partenza (21/02/19-30/06/23)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

## Descrizione della Nicchia

La Corea del Sud ha un'economia che cresce e un mercato azionario che presenta valutazioni attraenti. Oltre questo offre un importante catalyst rappresentato da una possibile riunificazione o avvicinamento alla Corea del Nord. Questo evento potrebbe aumentare il potenziale di crescita di medio-lungo periodo del paese e portare a un re-rating del mercato coreano, in particolare delle società maggiormente esposte ai benefici della riunificazione o di un avvicinamento.

Attraverso tale nicchia NAM punta a dare all'investitore l'opportunità di esporsi alle società coreane che maggiormente beneficerebbero di una riunificazione o di un riavvicinamento con la Corea del Nord.

# Champagne

## Ready to sparkle



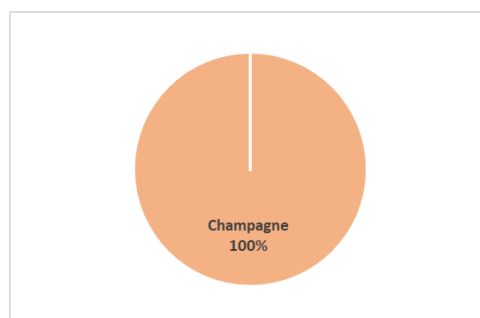
# stocks: 3

Average Market Cap (mln €) 330

Median Market Cap (mln €): 264

### Champagne breakdown

	Asian Niches Fund	Neglected Luxury Niche
Champagne	2.3%	100.0%
<b>Total</b>	<b>2.3%</b>	<b>100.0%</b>



Source: Niche AM

### Top Holdings

Name	Sub- Niche	Asian Niches Weight	Return Q2
Vranken-Pommery Monopole	Champagne	1.2%	3.6%
Boizel Chanoine Champagne	Champagne	0.6%	8.9%
Laurent Perrier	Champagne	0.5%	12.7%

### Maggior incrementi nel trimestre

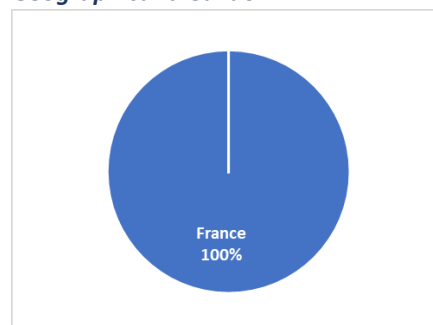
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06
N/A	-	-

### Maggior decrementi nel trimestre

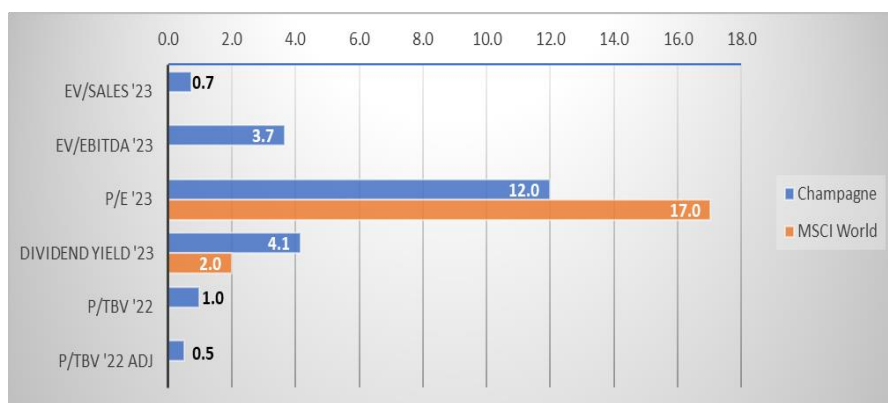
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06	Total Return
N/A	-	-	-

Source: Niche AM

### Geographical breakdown



### Valuation Snapshot



Source: Niche AM, Thomson Reuters

# Champagne

## Ready to sparkle



### Commento

Nel corso del secondo trimestre la Nicchia ha realizzato un progresso del 7.2%, archiviando il semestre con un progresso pari al 10%.

La performance è stata trainata dall'ulteriore progresso di Lanson e Laurent Perrier. Quest'ultima società ha riportato i dati annuali (chiusura marzo 2023), che confermano il trend estremamente positivo che sta caratterizzando l'industria dello champagne. Gli utili di Laurent Perrier sono infatti saliti del 16% a fronte di un progresso delle vendite del 3.1%. Il miglioramento degli utili è stato guidato dagli investimenti effettuati sui marchi e sul controllo della distribuzione, che si è tradotto in un aumento dei prezzi prossimo al 10%, a fronte di un calo dei volumi del 7.4%.

Tenuto conto dei crescenti consumi nell'area asiatica, la cui domanda si concentra sulla fascia alta dello champagne, e le limitazioni produttive, ci attendiamo una prosecuzione della crescita degli utili di quest'industria.

Evidenziamo nuovamente come le valutazioni di questa Nicchia restino modeste nonostante il recente apprezzamento, in quanto si avvicinano al patrimonio tangibile rettificato dal valore del magazzino. Un livello a nostro avviso non giustificato date le dinamiche di crescita sopra delineate. Un livello ancora più ingiustificato in termini relativi, se rapportato all'industria del lusso, specialmente se si prende in considerazione l'elemento rarità che contraddistingue lo champagne. Infine, sottolineiamo la componente anti-inflattiva di queste società, derivante dagli enormi stock di magazzino e dai terreni detenuti che più che compensano il maggiore costo del debito.

Performance secondo trimestre 2023 (31/03/23-30/06/23)



Performance da partenza (15/04/22 – 30/06/23)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

### Descrizione della Nicchia

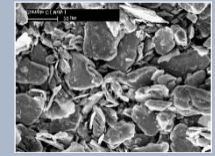
Il 2021 è stato un anno particolarmente positivo per l'industria dello champagne. La domanda è aumentata nonostante il persistente impatto delle restrizioni Covid. Sono state vendute oltre 320 milioni di bottiglie (+32%, recuperando le perdite della Covid dell'anno precedente). Nonostante la guerra in Ucraina, si prevede che la ripresa del turismo aggiungerà domanda. Nel frattempo, continua il processo di lenta penetrazione dello champagne in Asia, guidato dagli investimenti in marketing delle grandi maison, come quelli di LVMH. A ciò si aggiungono i bassi livelli di scorte degli ultimi due anni, che presumibilmente porteranno a un'ulteriore revisione al rialzo dei prezzi, che a nostro avviso si tradurrà in un miglioramento degli utili del settore. Lo champagne ha una leva operativa sbalorditiva. Un aumento del 10% del prezzo può triplicare i profitti, visto che si parte da un margine basso. Poiché non siamo lontani dal numero massimo di bottiglie producibili, riteniamo che ci sia spazio per un aumento significativo dei prezzi. Il primo passo potrebbe essere l'eliminazione delle campagne di vendita a sconto a cui siamo abituati.

Le aziende produttrici di champagne scambiano a un livello inferiore al patrimonio netto tangibile, tra 0,5x a 0,9x. Tuttavia, se aggiustiamo questo patrimonio netto per il prezzo di vendita dei prodotti finiti negli enormi magazzini, il prezzo/patrimonio netto tangibile varia da 0,3x a 0,6x. Inoltre, possedendo preziosi vigneti, grotte, scorte d'annata e vecchi edifici, questi titoli sono un chiaro asset anti-inflazionistico.

# The Magic of Graphite:

## Carbon fibre & steel recycling

*Il meglio deve ancora arrivare*



# stocks: 7

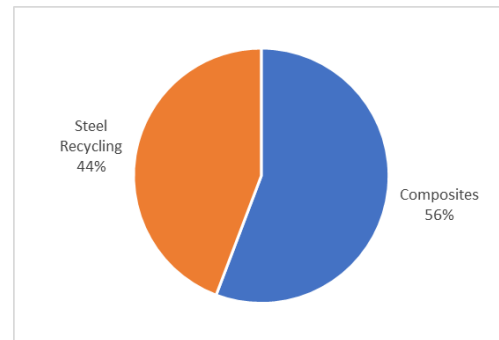
Average Market Cap (mln €): 2.310

Median Market Cap (mln €): 2.268

### The Magic of Graphite breakdown

	Asian Niches Fund	The Magic of Graphite Niche
Composites	1.5%	55.8%
Steel Recycling	1.2%	44.2%
<b>Total</b>	<b>2.7%</b>	<b>100.0%</b>

Source: Niche AM



### Top Holdings

Name	Sub- Niche	Asian Niches Weight	Return Q2
Teijin	Composites	1.0%	-5.6%
Nippon Carbon	Steel Recycling	0.4%	-3.1%
Graftech	Steel Recycling	0.4%	3.0%
Resonac	Steel Recycling	0.4%	-2.3%
Imerys	Composites	0.3%	-10.3%

### Maggior incrementi nel trimestre

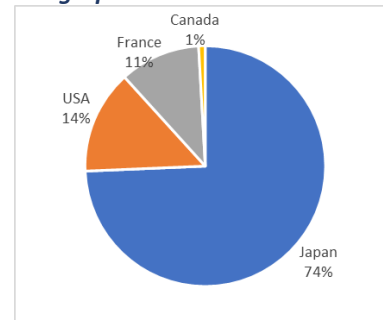
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06
N/A	-	-

### Maggior decrementi nel trimestre

Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06	Total Return
Danieli & C Officine Mec	0.5%	0.0%	+90.5%
Kobe Steel	0.2%	0.0%	+81.6%

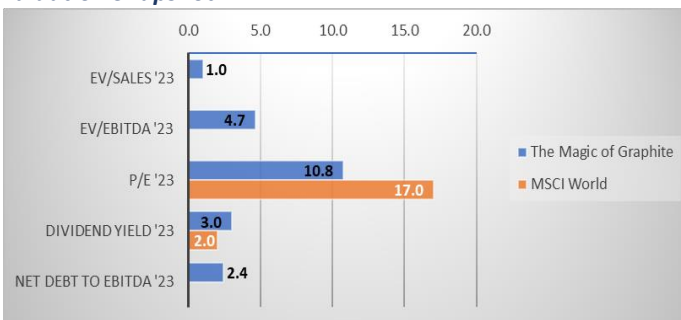
Source: Niche AM

### Geographical breakdown



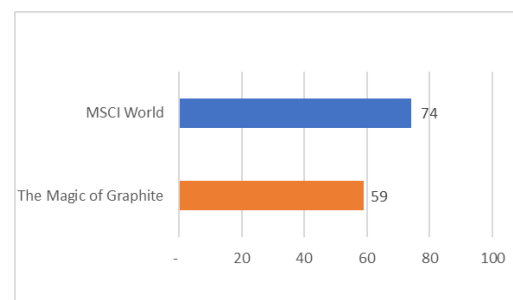
Source: Niche AM

### Valuation Snapshot



Source: Niche AM, Thomson Reuters

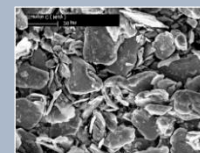
### ESG rating (Thomson Reuters)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

# The Magic of Graphite: Carbon fibre & steel recycling

*Il meglio deve ancora arrivare*



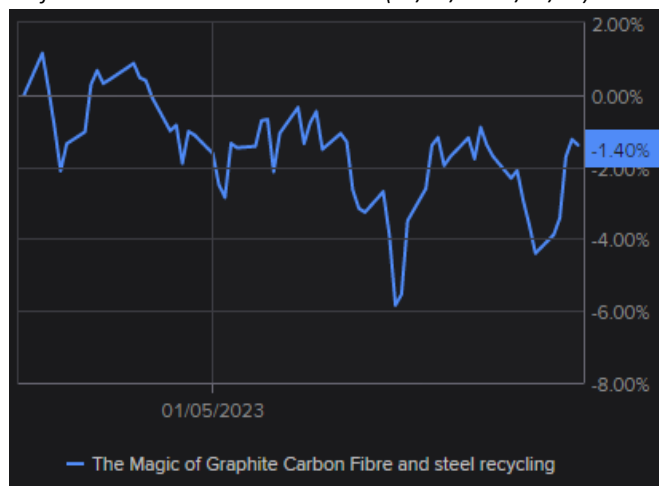
## Commento

Durante il primo trimestre la Nicchia ha realizzato una performance negativa pari a -1.4% in euro. Ricordiamo che la Nicchia è composta per il 74% di titoli giapponesi e lo yen ha perso circa il 10% nel trimestre.

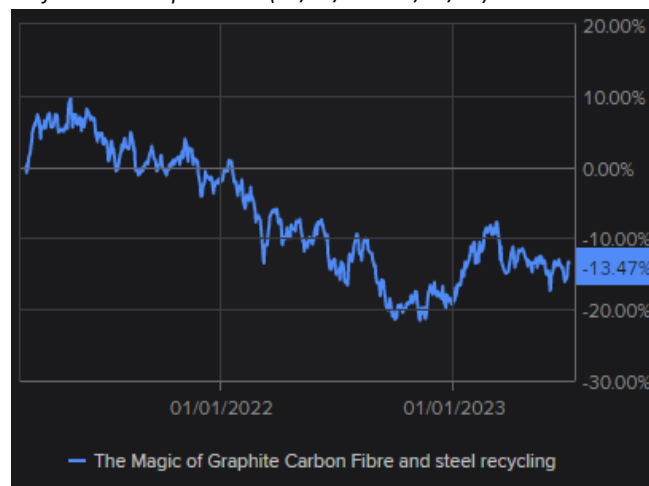
La sotto-Nicchia **Riciclo dell'Acciaio** ha ancora una volta sovraperformato la sotto-Nicchia **Materiali Compositi**, in particolare modo grazie alla forte performance delle due società leader mondiali nella produzione di impianti a riduzione diretta del minerale ferroso (DRI), che rappresentano la strada principale per ridurre il pesante *carbon footprint* dell'industria dell'acciaio: Danieli e Kobe Steel. Nel trimestre abbiamo preso profitto su entrambe le società dopo l'ottima performance. Le *electric arc furnaces*, ovvero i forni elettrici attraverso cui è possibile riciclare l'acciaio e che possono funzionare ad idrogeno verde, senza emissioni (entrambe le cose non possono essere fatte dalle più comuni *blasted furnaces*) hanno in fronte a loro una crescita che durerà molti anni. È quindi importante usare fasi di ciclo negativo per accumulare a prezzi modesti i player intorno a questa tecnologia.

La sotto-Nicchia dei **Materiali Compositi**, sebbene ben positiva in valuta locale, non è riuscita a compensare la debolezza dello yen. **Imerys** è risultata debole nonostante un business solido, diversificato e poco ciclico e il catalyst dello sviluppo della miniera di litio di Beauvoir, in Francia, con un costo di estrazione e raffinazione attraente e assolutamente più sostenibile delle importazioni dalla Cina ([qui un video](#)).

Performance secondo trimestre 2023 (31/03/23-30/06/23)



Performance da partenza (01/03/21 - 30/06/23)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

## Descrizione della Nicchia

La fibra di carbonio e il riciclaggio dell'acciaio rappresentano due idee di investimento sottovalutate e trascurate con una storia comune. Condividono lo stesso materiale essenziale: la grafite. E sono reduci da un periodo di sottoperformance guidato dalla debolezza dei loro rispettivi mercati di riferimento. I players nella fibra di carbonio hanno sofferto la crisi del settore aeronautico, che rappresenta il 60% della domanda attuale di grafite. La loro valutazione attuale è lontana dalla fase euforica vissuta 10 anni fa, nonostante i loro prezzi si siano più che dimezzati e l'utilizzo della fibra di carbonio stia crescendo rapidamente grazie all'adozione dei veicoli elettrici, alla diffusione dei parchi eolici e alle nuove applicazioni nel settore delle costruzioni (crescita annuale prevista tra il 20/30%).

Le prospettive a lungo termine per il riciclaggio dell'acciaio sono anche molto promettenti a causa della necessità del settore siderurgico di ridurre la sua impronta di carbonio, soprattutto in Cina. I forni elettrici ad arco (EAF), che usano elettrodi di grafite per fondere l'acciaio riciclato, permettono di risparmiare il 75% delle emissioni di carbonio rispetto ai forni tradizionali ad aria compressa. Nel prossimo futuro, il forno EAF sarà alimentato da gas naturale (sponge steel) e idrogeno, riducendo ulteriormente il suo impatto ambientale negativo.

# Cocoon

## Case di cura e cliniche



# stocks: 15

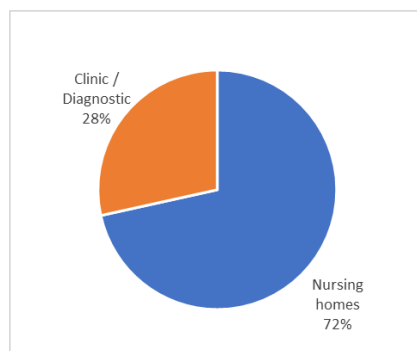
Average Market Cap (mln €): 3.953

Median Market Cap (mln €): 417

### Cocoon breakdown

	Asian Niches Fund	Cocoon Niche
Nursing homes	1.1%	71.6%
Clinic / Diagnostic	0.4%	28.4%
<b>Total</b>	<b>1.5%</b>	<b>100.0%</b>

Source: Niche AM



### Top Holdings

Name	Sub- Niche	Asian Niches Weight	Return Q2
Lippo Karawaci	Nursing homes	0.3%	0.0%
Fresenius	Nursing homes	0.2%	2.1%
Sd Biosensor	Clinic / Diagnostic	0.2%	-42.8%
Falco Biosystems	Clinic / Diagnostic	0.1%	-12.0%
Walgreens Boots	Clinic / Diagnostic	0.1%	-18.1%

### Maggior incrementi nel trimestre

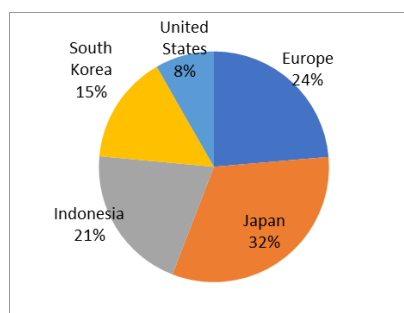
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06
SD Biosensor	0.1%	0.2%

### Maggior decrementi nel trimestre

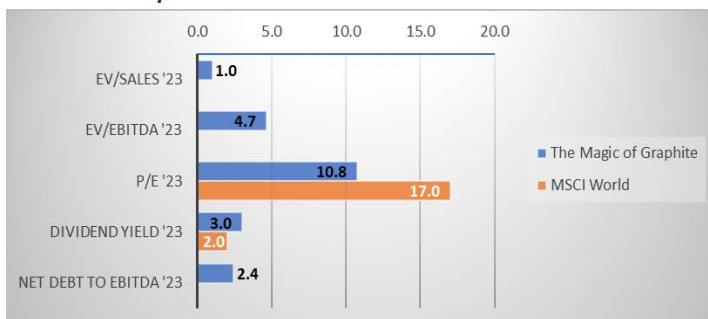
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06	Total Return
N/A	-	-	-

Source: Niche AM

### Geographical breakdown

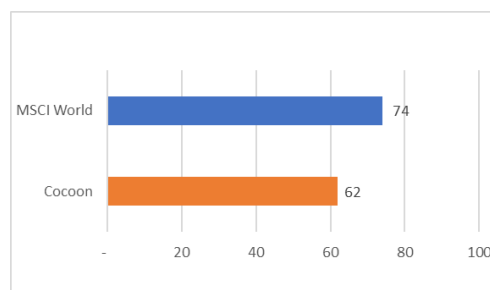


### Valuation Snapshot



Source: Niche AM, Thomson Reuters

### ESG rating (Thomson Reuters)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

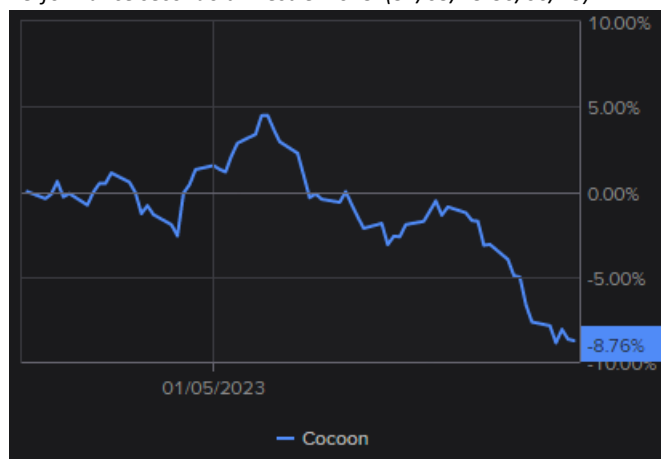
### Commento

La Nicchia è composta di 15 titoli che appartengono alle due sotto-nicchie delle Case di Riposo e dei centri diagnostici e cliniche ed è investita principalmente su società giapponesi (circa 30%) e indonesiane (circa 20%) e per la restante parte in Europa e USA. La Nicchia ha perso l'8,8% nel corso del secondo trimestre.

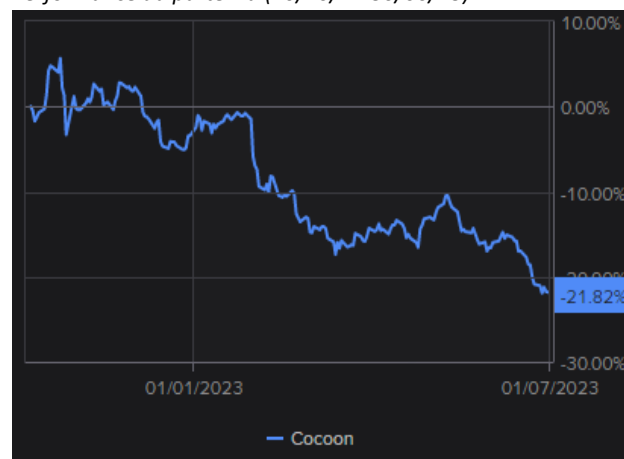
La performance negativa è dipesa soprattutto dalla debolezza della sotto-Nicchia Clinic-**Diagnostic**, che ha sofferto del derating di tutti i titoli che la compongono. In particolare, la giapponese BML (-14%), che gestisce centri diagnostici e le coreane SD Biosensor (-42%) and Seegene (-18%), che vendono equipment per test clinici. Queste società continuano a soffrire della fase post-pandemica, quando fonti di reddito importanti legate ai test per il covid, gradualmente svaniscono. È un processo che dura da oltre 2 anni e le società interessate sono ormai arrivate a livelli della fase pre-covid o più in basso. È il classico processo delle bolle che, quando esplodono, creano fasi di ritracciamento lunghe e drammatiche che, a loro volta, creano opportunità di acquisto. La diagnostica rappresenta un trend di crescita strepitoso. La domanda persa dalla risoluzione del covid verrà gradualmente ricreata dalla necessità di prevenire le malattie, necessità che ha basi non solo umane ma anche economiche, e verrà sempre di più supportata dalle istituzioni pubbliche. Secondo un recente studio della Deloitte (The Future of Diagnostic) la diagnostica è destinata a un forte sviluppo nei prossimi anni attraverso il miglioramento dei test (maggior uso dei biosensor, biopsie liquide, maggior capacità di interpretazione dei test), maggiore facilità e minore costo dei test (automazione, home-test, pharmacy-test) e monitoraggio a distanza attraverso mobile device. Crediamo che questa fase di depressione del settore debba essere sfruttata per gradualmente creare un portafoglio diversificato e solido che può dare grandi soddisfazioni nei prossimi anni.

La sotto-Nicchia **Nursing Homes**, che rappresenta circa due terzi della Nicchia Cocoon, ha invece archiviato una performance positiva grazie soprattutto al rimbalzo della svedese **Humana** e a quello della giapponese **Uchiyama Holdings**. Per quanto riguarda la società di case di riposo Humana, il titolo ha recuperato (+44%) dopo che il Tribunale amministrativo ha sospeso la sentenza per cui era stata tolta al gruppo la licenza per operare da parte dell'ispettorato svedese per l'assistenza sanitaria e sociale (IVO). L'IVO ha poi annunciato di non presentare ricorso contro la decisione del Tribunale amministrativo, che ha quindi acquisito valore legale, chiudendo un'anomala vicenda. Uchiyama (+14%), un piccolo gruppo che gestisce case di riposo, ha ben riportato e tratta ora a 8x gli utili 03/24. La società non ha debito e tratta al 50% del valore degli immobili. Le fosche vicende giudiziarie di Orpea in Francia hanno messo per un po' in naftalina il settore, almeno nel modello levereggiato europeo. Tuttavia, l'invecchiamento della popolazione è uno dei grandi trend e fondi privati dovranno essere nuovamente attratti per sviluppare strutture efficienti e soddisfare la domanda crescente. Il settore va studiato e presidiato attentamente ora che è depresso per sfruttare le opportunità future.

Performance secondo trimestre 2023 (31/03/23-30/06/23)



Performance da partenza (10/10/22-30/06/23)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

### Descrizione della Nicchia

Sempre più si comprende come la **diagnostica** giochi un ruolo primario nella prevenzione delle malattie e come i servizi pubblici di assistenza agli anziani necessitino dell'ausilio di strutture private.

È un tema che in passato è andato diverse volte «in bolla» e mai del tutto esploso. Oggi pensiamo che si possa investire in vista del prossimo ciclo di crescita che inevitabilmente arriverà. Perché qui, evidentemente, la crescita non è in discussione. La **diagnostica**, spesso offerta anche da società attive nel settore delle case di riposo e delle cliniche, rappresenta un fondamentale elemento nella prevenzione sanitaria, in grado di migliorare la qualità della vita e al contempo di generare enormi risparmi alla spesa medica dedicata ai servizi sanitari. In particolare con l'invecchiamento della popolazione.

Le **case di riposo**, una volta viste come l'oro grigio, ora sono divenute intoccabili a seguito dello scandalo Orpea. Crediamo, invece, che proprio oggi ci si possa esporre a questo settore svuotato da ogni euforia. Secondo i dati delle Nazioni Unite, se si guarda soltanto all'Europa, nel periodo 2021-2030 il numero di persone di età superiore a 75 anni passerà da 66 a 81 milioni (+23%). Questo sarà seguito da una crescita altrettanto significativa di persone oggetto di cure riabilitative, vuoi per disabilità fisiche, neurologiche o sensoriali. **In Giappone la scelta è enorme, le valutazioni molto basse, spesso sotto il valore dei soli immobili o addirittura del net cash delle società stessa.** Titoli da accumulare per incassare i dividendi, aspettando che il senno ritorni sul settore.

# Beauty for nothing

## Cosmetics and ingredients



# stocks: 9

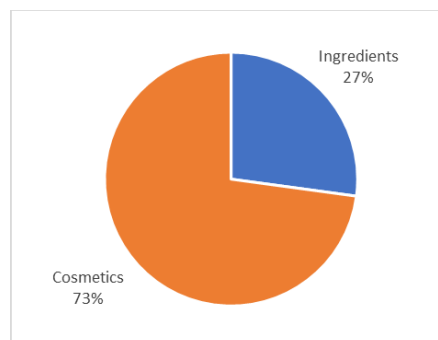
Average Market Cap (mln €): 377

Median Market Cap (mln €): 148

### Beauty for nothing breakdown

	Asian Niches Fund	Beauty for nothing Niche
Ingredients	0.2%	27.1%
Cosmetics	0.6%	72.9%
<b>Total</b>	<b>0.8%</b>	<b>100.0%</b>

Source: Niche AM



### Top Holdings

Name	Sub- Niche	Asian Niches Weight	Return Q2
Artnature	Ingredients	0.1%	-11.3%
Arata Corp	Cosmetics	0.1%	5.7%
Neopharm	Cosmetics	0.1%	40.8%
Nippi	Ingredients	0.1%	-11.0%
Amorepacific Corp	Cosmetics	0.1%	-21.7%

### Maggior incrementi nel trimestre

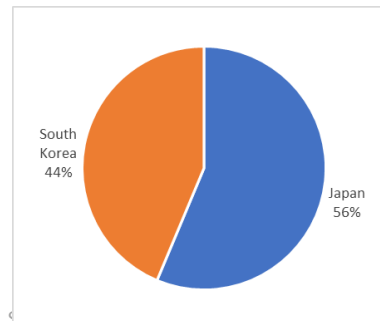
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06
N/A	-	-

### Maggior decrementi nel trimestre

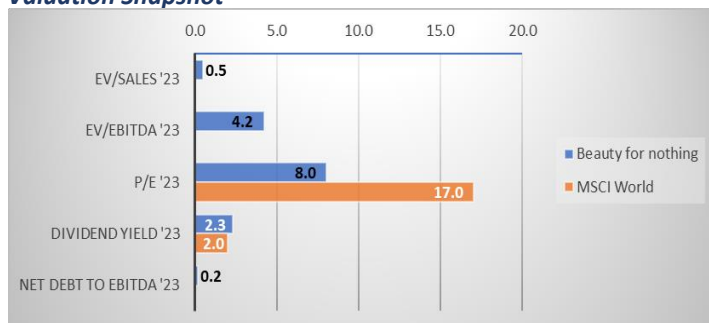
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06	Total Return
N/A	-	-	-

Source: Niche AM

### Geographical breakdown

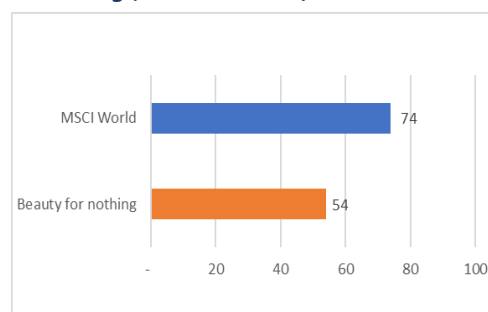


### Valuation Snapshot



Source: Niche AM, Thomson Reuters

### ESG rating (Thomson Reuters)



Source: Niche AM, Thomson Reuters



# Beauty for nothing

## Cosmetics and ingredients



### Commento

Il portafoglio della Nicchia è rimasto invariato nel trimestre e risulta investito per circa 70% su operatori della **cosmetica** e per il restante 30% su produttori di **ingredienti** per quest'industria, quali ad esempio il collagene e l'acido ialuronico.

Dal punto di vista geografico, invece, la Nicchia è esposta al 100% sui mercati asiatici, specie su **società coreane** che rappresentano circa il 42% del portafoglio. L'elevata esposizione sul mercato coreano non deve stupire, in quanto si tratta del mercato con la **più alta spesa in cosmesi pro-capite di tutta l'area asiatica**.

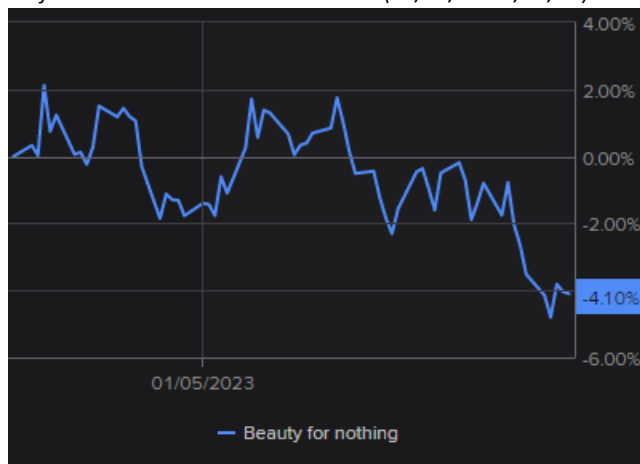
La performance realizzata dalla Nicchia nel periodo in esame è stata negativa del 4,2%.

Il peggior performer è stata la coreana **AmorePacific Group** (-22%), tra le società cosmetiche. La società controlla una serie di brand cosmetici molto popolari in Cina e negli Stati Uniti. Fu una delle società simbolo della bolla nel settore cosmesi del 2015. Da allora la società ha perso l'80% ed oggi è una bella collezione di brand che tratta sotto il patrimonio tangibile, ha una solida posizione finanziaria positiva e dopo una profonda ristrutturazione sta ritornando all'utile. La recente debolezza è dovuta al mercato interno coreano, che vale circa il 50% delle vendite e dove il consumatore è sotto pressione per via della crisi immobiliare, oltre che all'indebolimento del mercato cinese, che conta circa il 15% delle vendite. Noi deteniamo il titolo preferred (privilegiato) che vale 1/3 di quello ordinario. Appena la società tornerà a pagare dividendi sostanziosi ci aspettiamo una chiusura del gap visto che entrambe le azioni percepiscono lo stesso dividendo.

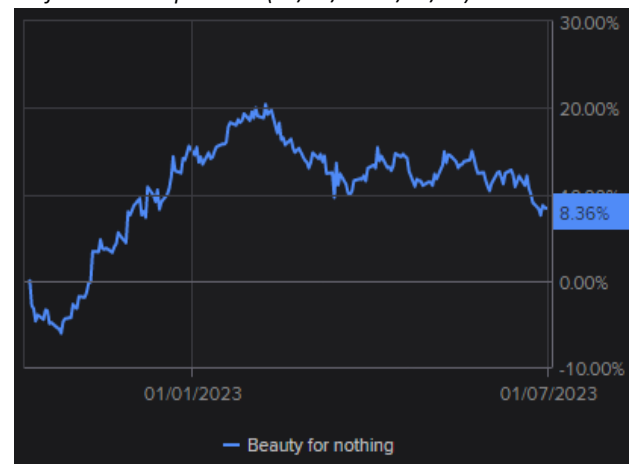
Nella sotto-Nicchia delle società cosmetiche troviamo anche il migliore performer della Nicchia, NeoPharm (+44%). Si tratta di una società molto più piccola di AmorePacific con un prodotto più alto ed un mercato quasi unicamente domestico. Dopo il significativo rialzo del trimestre la società tratta a solo 8x gli utili e ha una posizione di cash netto di circa 100 mln di USD contro una capitalizzazione di circa 150 mln USD.

Nel trimestre abbiamo preso profitto su Cosmax e Humedix in considerazione del bel rerating degli ultimi mesi.

Performance secondo trimestre 2023 (31/03/23-30/06/23)



Performance da partenza (10/10/22-30/06/23)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

### Descrizione della Nicchia

Se il lusso risponde alla necessità biologica dell'uomo di sentirsi parte di un gruppo o qui di distinguersi, la cosmesi risponde ad una istanza ancora più vitale: essere bella/o e rimanere giovane. È un'istanza che chiaramente non può trovare nella cosmesi una vera risposta. Nella cosmesi il soggetto può tuttavia trovare una speranza. E le speranze, in fondo, sono il carburante della vita e dell'entusiasmo dell'uomo.

Il settore vive fasi di grande crescita, seguite da fasi di decrescita, con aumento di competizione e riduzione dei margini. Dal 2012 al 2020 il settore fu caratterizzato da grande crescita ed espansione di margini e multipli. Il Covid cambiò le cose. Sono venute meno le uscite e le visite dai massaggiatori e parrucchieri. Intanto la competizione è aumentata, attratta dai robusti margini del settore. Oggi sono molte le società di qualità che sono tornate a valutazioni attraenti, con un contesto competitivo in graduale miglioramento in considerazione di una serie di player che escono dal mercato. **Investiamo in player di prodotti finiti e produttori di ingredienti per questi (collagene, acido ialuronico, etc)**

Il portafoglio è focalizzato su Giappone, Corea e USA.

# No meat's land

## Alternative alla carne



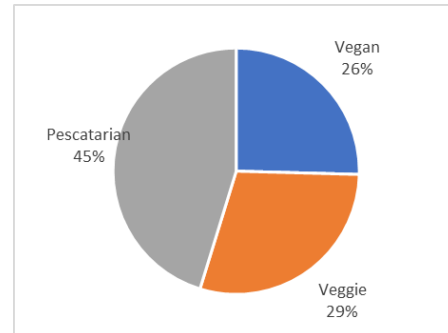
# stocks: 15

Average Market Cap (mln €): 490

Median Market Cap (mln €): 99

### No meat's land breakdown

	Asian Niches	No meat's land
Fund	Fund	Niche
Vegan	0.3%	25.4%
Veggie	0.4%	29.3%
Pescatarian	0.6%	45.2%
<b>Total</b>	<b>1.3%</b>	<b>100.0%</b>



Source: Niche AM

### Top Holdings

Name	Sub- Niche	Asian Niches Weight	Return Q2
Oyang Corp	Pescatarian	0.3%	2.9%
Maple Leaf Foods	Vegan	0.1%	0.4%
Nippon Beet Sugar Manufacturing	Vegan	0.1%	2.0%
Fresh Del Monte Produce	Veggie	0.1%	-15.2%
Nichimo Co Ltd	Pescatarian	0.1%	15.0%

### Maggior incrementi nel trimestre

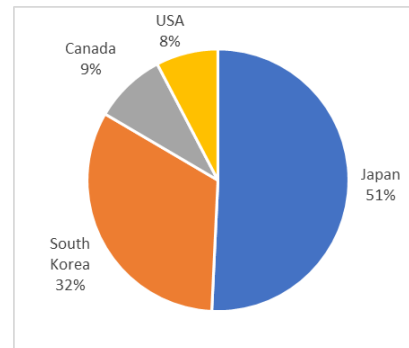
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06
Oyang	0.1%	0.3%

### Maggior decrementi nel trimestre

Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06	Total Return
Associated British Foods	0.1%	0.0%	+55.0%
Daisui	0.1%	0.0%	+57.6%

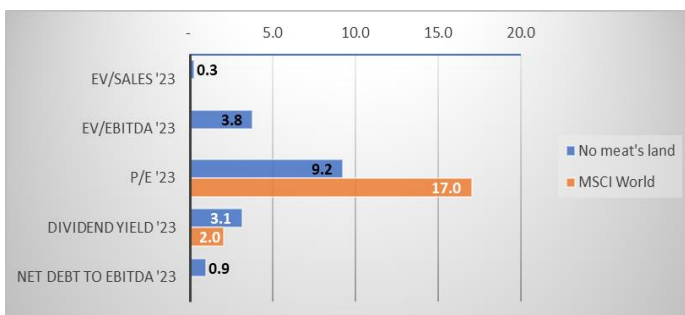
Source: Niche AM

### Geographical breakdown



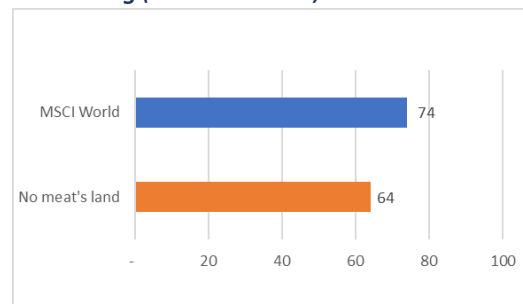
Source: Niche AM

### Valuation Snapshot



Source: Niche AM, Thomson Reuters

### ESG rating (Thomson Reuters)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

# No meat's land

Alternative alla carne



## Commento

Questa Nicchia investe su società del settore alimentare che sono esposte ad un'alimentazione maggiormente indirizzata verso le proteine derivanti dai pesci o dai vegetali, in considerazione dell'insostenibile impatto che il consumo di carne ha sull'ambiente.

The Humane Society, una associazione animalista che Niche AM supporta da anni, calcola che ogni anno tra i 70 e gli 80 milioni di animali da carne vengono macellati. Animali che molto spesso vengono allevati in condizioni limiti, con grandi sofferenze. Il trend del consumo della carne tuttavia non rallenta, anzi. Infatti, circa 5 miliardi di persone che abitano nei paesi emergenti tendono ad aumentare il consumo della carne a mano a mano che il loro tenore di vita sale. Allora perché questa Nicchia? si chiederà qualcuno. Perché il trend è insostenibile (vedi sotto la descrizione del Trend), è un'emergenza. Non lontana dal global warming e a questo anche collegata. Ad un certo punto il consumo della carne dovrà essere politicamente limitato e sostituito con qualcosa di altrettanto allettante e nutriente, e possibilmente più sano. Vi sarà quindi spazio per il maggior consumo di pesce e proteine vegetali.

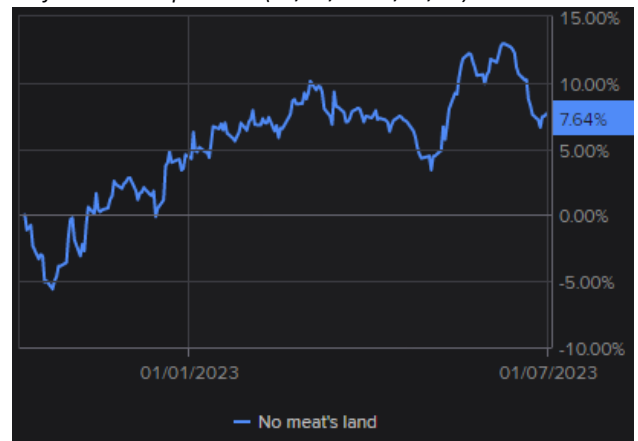
Nel corso del secondo trimestre del 2023, la Nicchia ha realizzato una performance pressoché invariata (+0,16%). Tra i migliori performer il produttore di zucchero giapponese **Toyo Refining** (+70%) e **Nichimo** (+15%), un produttore di attrezzatura per la pesca industriale (in particolare reti) e un trasformatore del pesce in cibo pronto per essere cucinato. Nonostante la performance entrambe le società trattano ancora ben sotto il patrimonio netto tangibile e i 10x gli utili.

Tra i peggiori la coreana **Dongwon Industries** (-25%) e la giapponese **Chubu Suisan** (-11%). Dongwon Industries è la holding del primo gruppo ittico coreano. La società possiede la più grossa flotta coreana di pescherecci, è il maggiore distributore di pesce in Corea e USA e produce alimenti, per lo più a base di pesce. La società è arrivata a trattare a valutazioni eccezionalmente depresse (sotto 4x gli utili 2024) dopo che la famiglia che controlla la società ha provato ad acquistare, tramite questa holding, una società farmaceutica, col rischio di indebitarsi molto ed entrare in un settore caldo a valutazione eccessive. Il rischio è rientrato ora, ma per un po' questo gruppo verrà percepito come rischioso. Chubu Suisan è una delle piccole società che gestiscono i mercati del pesce in Giappone. Il titolo è rimasto stabile nel trimestre in valuta locale, ma la forte svalutazione dello yen le ha fatto perdere terreno in euro, la valuta del fondo. Il titolo possiede liquidità netta per 50 mln di USD e vale circa 30 mln di USD. Questa azienda tratta ad un 1/3 del patrimonio netto tangibile. La società negli ultimi dieci anni è sempre uscita in utile. Il settore si sta consolidando e crediamo che Chubu Suisan rappresenti un target naturale.

Performance secondo trimestre 2023 (31/03/23-30/06/23)



Performance da partenza (10/10/22-30/06/23)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

## Descrizione della Nicchia

Le ripercussioni ambientali e sociali dal consumo di carne sono notevoli:

1. Molte volte più del tanto criticato olio di palma, il consumo di carne è causa di **deforestazione**. Questo elimina polmoni di ossigeno necessari per il nostro pianeta, oltre che mettere a rischio di estinzione molti animali e alla distruzione di culture indigene.
2. **Le emissioni di CO2 derivanti dall'allevamento di mammiferi e volatili da carne è superiore alla somma delle emissioni di CO2 di tutti i mezzi di trasporto**. Il consumo di tali alimenti è quindi la prima causa del cambiamento climatico.
3. **Circa un quarto della superficie vivibile terrestre è utilizzato per produrre cibo per mammiferi e volatili da macello**. Se l'essere umano smettesse di mangiarli, un'enorme superficie di terra verrebbe resa libera e quindi disponibile per produzioni agricole destinabili all'alimentazione delle popolazioni più povere. Un kg di carne necessita 7 kg di risorse alimentari vegetali che potrebbero essere consumate dall'uomo e 10000 litri di acqua.
4. **La carne da mammiferi e volatili non è salutare ed è responsabile di un numero importanti di tumori**, contendendo la cadaverina, che è una sostanza cancerogena. Il WHO classifica la carne rossa come elemento cancerogeno class 2A che vuol dire che è molto probabile che possa causare l'insorgere di tumori. Gli insaccati come class 1, ossia che portano all'insorgere di tumori. Il pollo allevato industrialmente è anche considerato veicolo di elementi patogeni e cancerogeni (PhPI). Inoltre, la carne incrementa il rischio di malattie cardiocircolatorie. Il pesce non presenta questi problemi. I vegetali non presentano questi problemi.
5. **L'allevamento di mammiferi e volatili è fonte di terribile sofferenza fisica ed emotiva per gli animali**. Le lobby della carne sono molto attente a nascondere.

Oggi ci sono in commercio tutte le alternative alla carne possibili. Se questo era un settore super caldo 18/24 mesi fa, oggi viene trascurato. Crediamo questa fase rappresenti un buon entry point per investire a valutazioni basse nel futuro dell'alimentazione. Giappone, Corea, Europa, Canada, USA sono le aree in cui si investe.

# Fly with me

## La Ripresa dei Trasporti



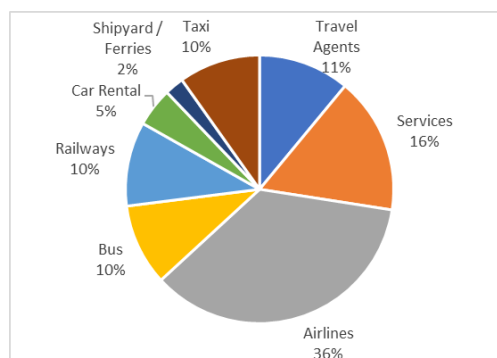
# stocks: 12

Average Market Cap (mln €): 4.076

Median Market Cap (mln €): 703

### Fly with me breakdown

	Asian Niches Fund	Fly with me Niche
Travel Agents	0.2%	11.0%
Services	0.3%	16.5%
Airlines	0.7%	35.7%
Bus	0.2%	9.8%
Railways	0.2%	10.2%
Car Rental	0.1%	4.7%
Shipyard / Ferries	0.0%	2.3%
Taxi	0.2%	9.8%
<b>Total</b>	<b>2.0%</b>	<b>100.0%</b>



Source: Niche AM

### Top Holdings

Name	Sub- Niche	Asian Niches Weight	Return Q2
TUI	Airlines	0.5%	-7.9%
Blue Bird	Services	0.3%	21.9%
Carnival	Travel Agents	0.2%	81.3%
FNM	Railways	0.2%	-1.2%
Comfordelgro	Taxi	0.2%	-1.9%

### Maggior incrementi nel trimestre

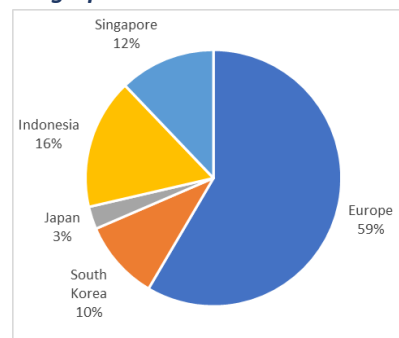
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06
TUI	0.1%	0.5%

### Maggior decrementi nel trimestre

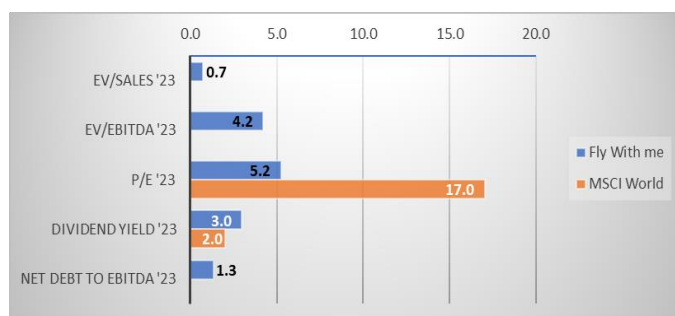
Name	Weight at 31/03	Weight at 30/06	Total Return
N/A	-	-	-

Source: Niche AM

### Geographical breakdown

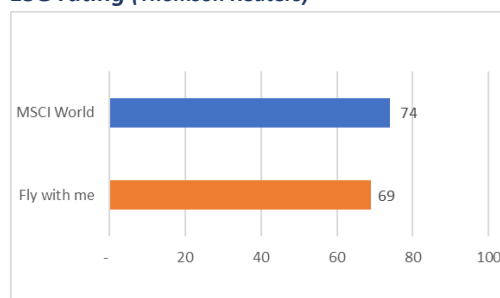


### Valuation Snapshot



Source: Niche AM, Thomson Reuters

### ESG rating (Thomson Reuters)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

# Fly with me

## La Ripresa dei Trasporti



### Commento

Questa Nicchia investe su società attive nel settore dei trasporti che possono beneficiare dalla ripresa del settore a seguito della fine della pandemia.

Il turismo si sta affermando come una delle prime voci di spesa a livello globale dopo l'immobilismo forzato durante la pandemia. Nella prima parte dell'anno secondo il UNWTO il turismo ha superato l'80% del livello pre-pandemico. Nei primi 3 mesi dell'anno 235 milioni di turisti hanno viaggiato, oltre il doppio del 2022. Inoltre il pricing dei soggiorni e dei voli aerei è alto, grazie anche alla minore capacità, garantendo margini robusti alle società del settore, e permettendogli di rafforzare la loro situazione finanziaria, catastrofica fino a 18 mesi fa.

La performance fatta registrare dalla Nicchia è stata positiva (+10,4%). I migliori contributori sono stati Carnival, esposta alle crociere (+81%), **Blue Bird**, la prima compagnia di taxi in Indonesia (+24%) e la singaporesse **Penguin**, operatore di traghetti, che ha ricevuto un'offerta di acquisto a un premio modesto che non è stata infatti accettata (+18%). I maggiori detrattori sono risultati **TUI** (-20%), ancora **National Express** (-18%).

Tui è una compagnia aerea, una società di crociere, un gestore di alberghi, nonché il più grande tour operator europeo. La società, come anticipato lo scorso trimestre, ha concluso ad aprile un importante aumento di capitale che sancisce la fine di una fase di purgatorio durato dall'inizio del Covid. Abbiamo decisamente aumentato il titolo in concomitanza di questo aumento.

National Express (nel trimestre ridenominata **Mobico**) è un importante operatore nei trasporti su strada e ferrovia. Opera principalmente in Europa e USA. A causa di un forte indebitamento legato alla pandemia, la società è sotto pressione. Nonostante le valutazioni molto basse non abbiamo ricomprato il titolo. Attendiamo che la società si riprenda o che vada a livelli tali per cui la società decida di vendere la divisione americana. Questo limiterebbe l'upside di lungo, ma genererebbe un forte upside di breve. Alternativamente la società dovrà fare un aumento di capitale a cui noi parteciperemmo. Rimane possibile che la società esca da questa situazione senza dismissioni e senza aumento di capitale, ma riteniamo questa l'opzione con la minore probabilità, sebbene la preferita.

A parte la partecipazione all'aumento di capitale di TUI non vi sono state operazioni nella nicchia durante il mese.

Performance secondo trimestre 2023 (31/03/23-30/06/23)



Performance da partenza (10/10/22-30/06/23)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

### Descrizione della Nicchia

La pandemia ha visto l'utilizzo dei trasporti crollare dal 50% al 90%, a seconda del mezzo di trasporto e dell'area geografica. Le società di trasporto indebitate dovettero ricorrere a dolorosi aumenti di capitale o dover accettare il costoso aiuto statale. Dagli aerei, sino al trasporto su strada, acqua o binari. Per affari o per piacere. È stato un massacro. **La ripresa post-pandemia è stata subito sostituita dalle paure di recessione. Il settore dei trasporti, in media, giace ora in borsa al 70% sotto i prezzi del 2019. Il mondo è cambiato?** Dal lato dei viaggi di piacere, il trend non può che continuare potente appena le nubi della recessione si saranno diradate. Dal lato del business, un pieno ritorno ai livelli del 2019 non è previsto prima del 2024. Le video-call hanno in parte sostituito gli incontri. Questo implica risparmio costi e aumento efficienza. Tuttavia, gli incontri di persona rimarranno e aumenteranno insieme al PIL globale.

**La percezione del rischio relativo al settore è molto aumentata. La capacità si è ridotta. Questo crea un'opportunità unica per esporsi in maniera diversificata ad un settore che gode di una crescita strutturale.** L'uomo è un viaggiatore. La nicchia parte con una decina di titoli e verrà popolata gradualmente. I sotto-settori sono airlines, bus, ferrovie, taxi, ferries, cruises companies. Le aree di investimento sono Giappone, Corea, ASEAN, USA e Europa.

# Bond Portfolio

# securities: 27

Yield to Maturity 7.95%

Duration 1.90

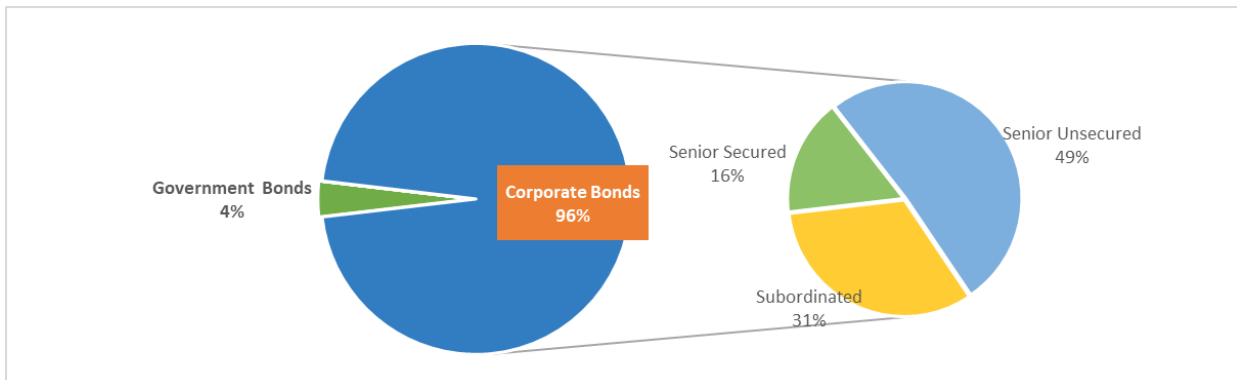
## Commento

Durante il secondo trimestre 2023 il portafoglio bond si è apprezzato del 3.9%, in un contesto supportivo per i mercati obbligazionari, con una rilevante diminuzione della volatilità dopo la fase di stress del trimestre precedente legata alla crisi delle banche regionali statunitensi. Il venir meno di timori di crisi finanziaria non è stato l'unico elemento a supportare l'andamento: si è infatti rafforzata l'idea che le banche centrali siano prossime alla fine dei cicli di rialzo, dati i segnali di attenuazione delle dinamiche inflazionistiche.

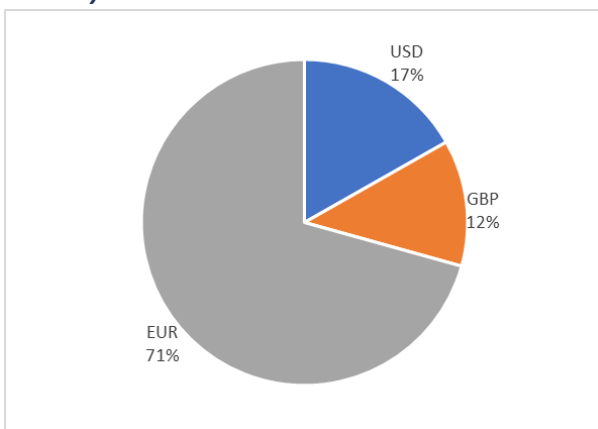
Oltre la metà della contribuzione positiva è arrivata dai titoli finanziari, in particolar modo obbligazioni subordinate che hanno recuperato la fase di debolezza registrata nel periodo di stress del trimestre precedente. Positivo anche il contributo di emissioni high yield di società industriali e legate alle commodities. In termini di operatività non sono state inserite nuovi titoli in portafoglio, nonostante alcune emissioni siano giunte a scadenza. Si ritiene infatti che il rapporto rischio-rendimento dell'asset class obbligazionaria sia meno attraente in termini assoluti nel mutato contesto dei tassi d'interesse e pertanto si valuteranno prese di profitto che potranno ridurre ulteriormente l'esposizione del fondo su questa asset class.

## Bond Portfolio breakdown

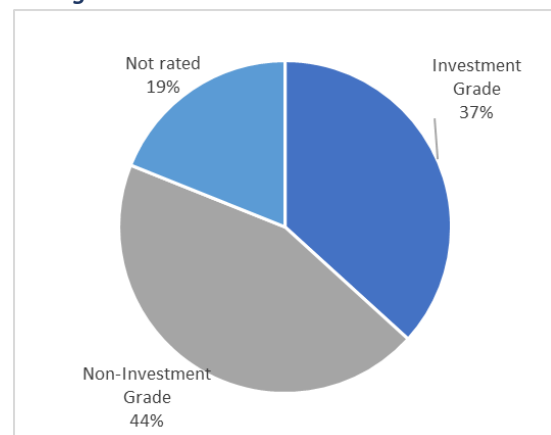
### Bond allocation



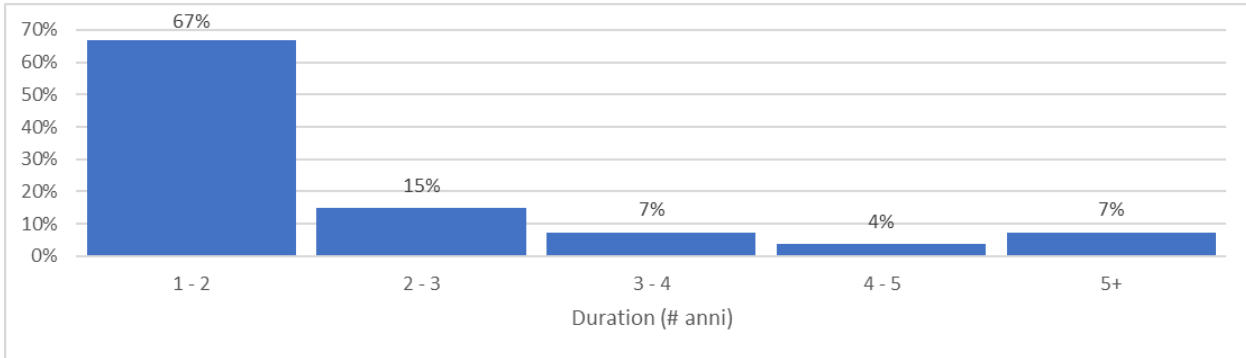
### Currency Breakdown



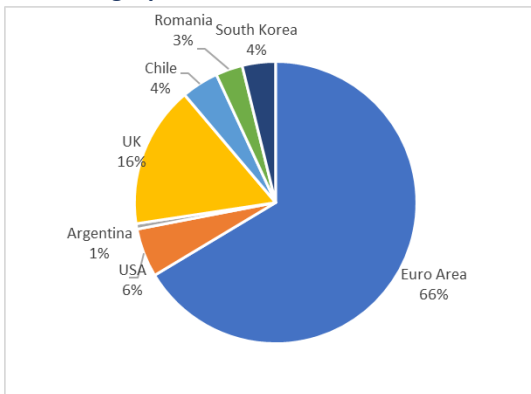
### Rating Breakdown



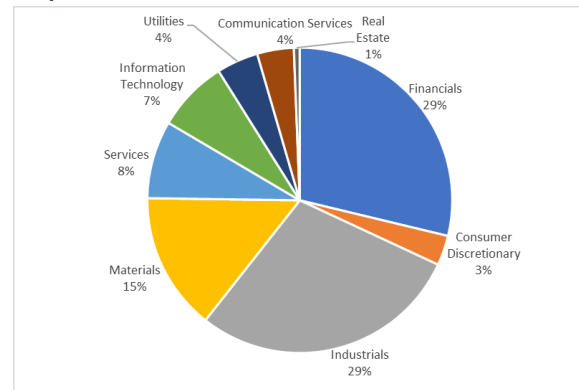
**Bond Portfolio Duration**



**Bond Geographical Breakdown**



**Corporate Bond - Sector Breakdown**



## NICCHIE CHIUSE

# Neglected Luxury

## Rarity Overlooked



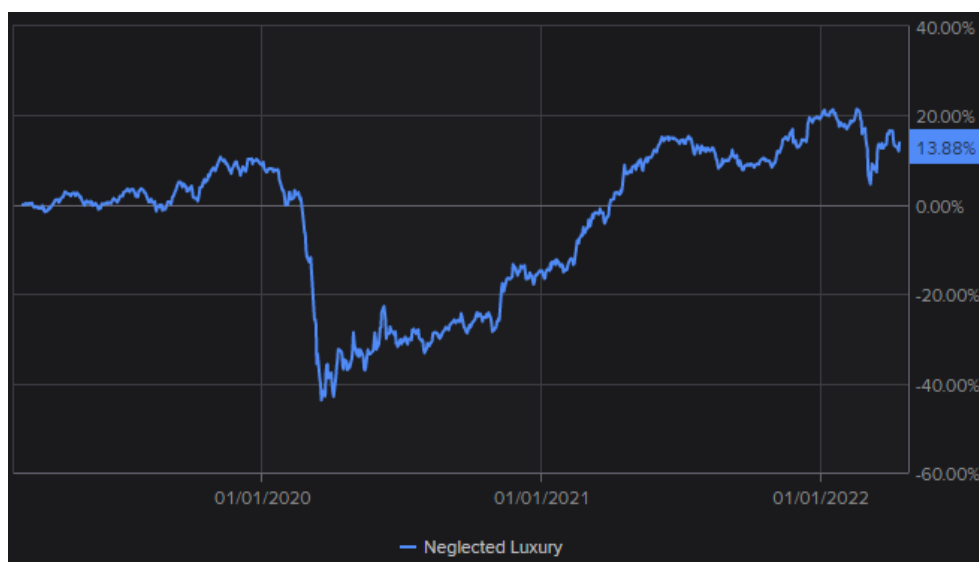
### Commento

Performance da partenza (21/02/19 – 14/04/22)

La Nicchia è stata presente al lancio del fondo Asian Niches nel febbraio 2019 e ha chiuso il 14 aprile 2022. Ha sempre avuto una ponderazione all'interno del fondo compresa tra il 3 e il 5%, con un'allocazione massima fissata al 5%. Insieme alla nicchia Vittime di Internet, ha rappresentato la meno asiatica delle nicchie del fondo Asian Niches. La nicchia ha registrato una performance solo discreta dal lancio, con un rendimento del 14%, sovraperformando comunque significativamente i 2 indici che seguiamo MSCI ASIA PACIFIC total return and the MSCI ASIA PACIFIC VALUE total return.

All'inizio la nicchia era composta da cinque sotto-nicchie: 1) Viaggi di lusso, 2) Bellezza e cura della persona, 3) Moda e orologi, 4) Auto di lusso, 5) Champagne e prodotti pregiati. Auto di lusso, 5) Champagne e vini pregiati.

La sotto-nicchia rimasta indietro e su cui rimaniamo estremamente positivi è quella dello Champagne. Abbiamo quindi lanciato una nicchia puramente incentrata sulle aziende di champagne, a cui è stato dedicato il 2,5% del fondo.



Source: Niche AM, Thomson Reuters

### Descrizione della Nicchia

Il settore del lusso è stato uno dei settori più sovra performanti delle ultime due decadi. La globalizzazione, la crescente disuguaglianza sociale e l'occidentalizzazione nei paesi emergenti sono alla base di tale fenomeno. Lusso non significa solo qualità ma anche riconoscibilità e esclusività. Il prezzo di vendita e/o la limitata disponibilità del bene determinano e garantiscono l'effetto rarità che accompagna il concetto di lusso. Alcune volte il mercato, erroneamente, non considera alcune società come appartenenti al settore del lusso. Diverse possono essere le ragioni: bassa profittabilità, sconto conglomerato, eccessiva offerta nel breve rispetto alla domanda, corporate governance, etc.

La nicchia offre esposizione a queste società uniche a valutazioni estremamente attraenti.



# The CUB (China Under Biden)

## Scoprire il lato Value del mercato azionario cinese



### Commento

La Nicchia è stata chiusa nell'ottobre 2021. Dal suo lancio, avvenuto a gennaio 2021, la performance realizzata è stata pari al +33%. Il suo andamento si è confermato scorrelato da quelle dinamiche negative che hanno invece caratterizzato altri segmenti di mercato cinese, imputabili alle manovre interventiste da parte del Governo.

Il portafoglio di questa Nicchia risultava esposto su realtà cinesi con profilo value/deep value che potevano beneficiare di un miglioramento delle relazioni tra USA e Cina, fortemente sotto pressione durante l'amministrazione Trump. Pur in assenza di un chiaro miglioramento delle relazioni tra i due Paesi, questo tema ha tratto giovamento della significativa presenza su titoli partecipati dallo Stato (SOE), elemento che li rendeva affidabili in termini di bilanci e di supporto politico. Si è deciso di chiudere la Nicchia, nonostante le valutazioni ancora modeste, in considerazione dell'atteggiamento politico cinese che tende a militarizzare l'area asiatica, a comportarsi in modo prepotente coi vicini, a peggiorare una già pessima governance (Xi Jinping come Erdogan e Putin non è più soggetto a un limite massimo di governo) e a cambiare le regole del mercato in modo imprevedibile e perentorio. Abbiamo quindi deciso di riallocare le risorse in aree con valutazioni altrettanto o più depresse, un clima politico più leggibile, una governance più bilanciata e maggior rispetto per gli investitori

Performance da partenza (31/12/20 – 07/10/21)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

### Descrizione della Nicchia

La Nicchia "The CUB" investe in società fortemente sottovalutate e solide che potrebbero beneficiare di una stabilizzazione delle relazioni tra USA e Cina. La maggior parte di queste società sono esposte alle infrastrutture (costruzioni, ferrovie, porti, aeroporti, servizi di telecomunicazione, rinnovabili, acqua e trattamento dei rifiuti)

Uno dei temi d'investimento più in voga tra il 2015 ed il 2018, la Via della Seta, era un ambizioso progetto da 4 trillioni \$ per collegare la Cina all'Africa e l'Europa. Ora questo progetto è stato completamente rimosso dalle menti degli investitori (diversi i motivi: la crisi degli emergenti legata al Covid, la guerra commerciale Cina USA, le sanzioni di Trump verso le imprese cinesi possedute dallo Stato). Tuttavia, secondo noi, questo Progetto di massima importanza riguadagnerà velocità e l'interesse degli investitori, a seguito dei piani infrastrutturali all'indomani della pandemia e dell'atteso miglioramento delle relazioni tra Cina e Usa. Le società all'interno di questa Nicchia potrebbero rivalutarsi significativamente grazie a questo processo.

# Close the Gap

Un portafoglio a sconto



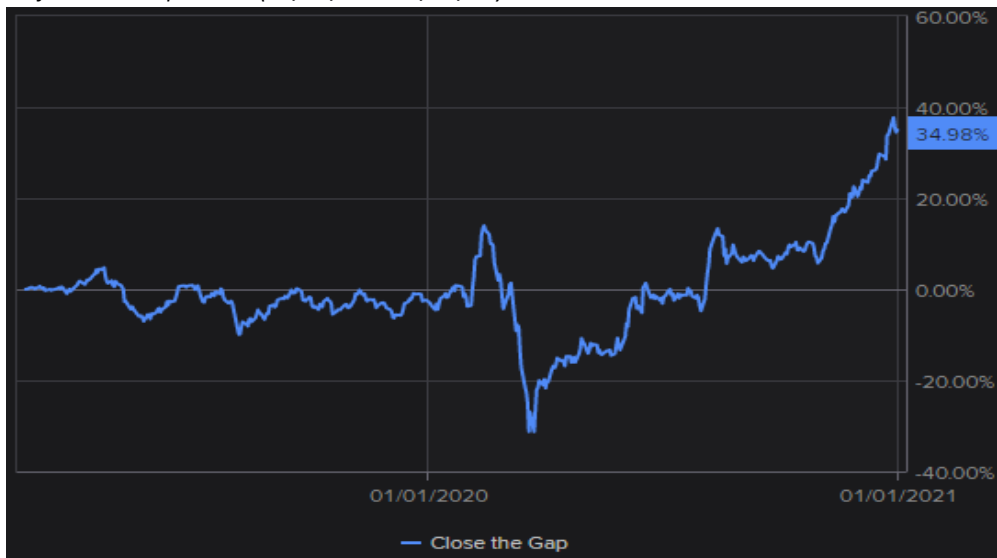
## Nicchia chiusa - Commento

Lo scopo della Nicchia era di investire sulla chiusura del gap valutativo tra azioni ordinarie e privilegiate in Corea, dove questo differenziale era ancora enorme.

La Nicchia è stata chiusa alla fine del 2020, a seguito di una chiusura significativa parte di questo gap (sconto chiuso per più del 30%). La Nicchia ha registrato una performance di circa il 35% dalla partenza (18/02/2019).

Gli assets della Nicchia sono stati convertiti nella nuova Nicchia «The CUB» (China Under Biden).

Performance da partenza (21/02/19 – 31/12/20)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

## Descrizione della Nicchia

Vi sono alcune classi di azioni, come le risparmio o le privilegiate, o strutture societarie, come conglomerati o holding, che possono trattare con un enorme sconto rispetto alle azioni ordinarie o alla somma delle parti delle diverse controllate. Questi sconti tendono a chiudersi col tempo. I catalyst per tale chiusura dello sconto possono essere la conversione delle azioni privilegiate/di risparmio, M&A, spin-offs o cambiamenti nella politica dei dividendi. La nicchia mira a offrire all'investitore una esposizione a queste tipologie di titoli.

# Steel and Plastic Substitution

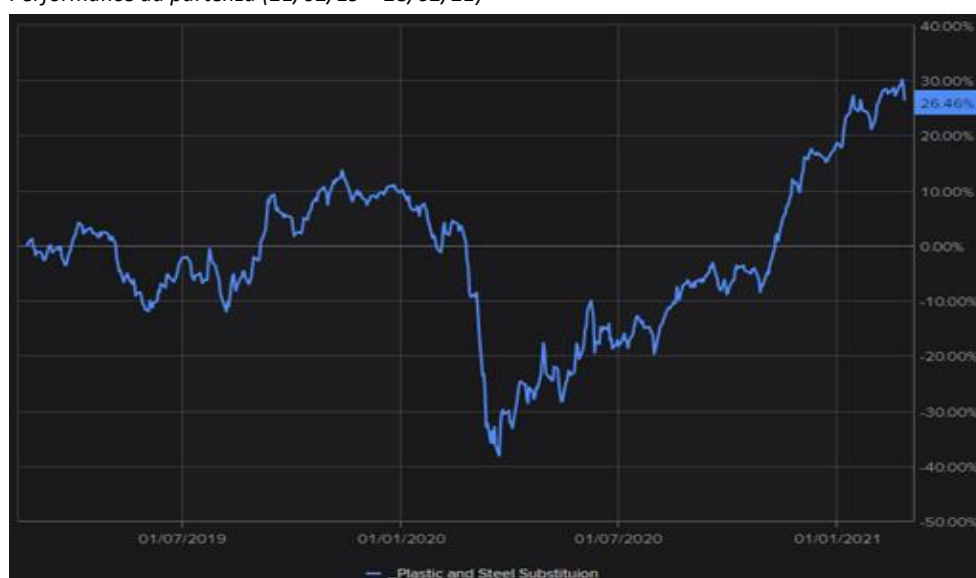
## Anticipating a trend



### Nicchia chiusa - Commento

La Nicchia è stata chiusa alla fine di Febbraio 2021, registrando una performance di circa il 27% dalla partenza (18/02/2019). La maggior parte della performance positiva è stata generata dalle sotto-Nicchie Wood e Alluminium. Questi due casi d'investimento presentano una crescita secolare, ma non possono più essere considerati Value. D'altro canto, le sotto-Nicchie Carbon Fiber e Steel Recycling hanno registrato una performance negativa. Dal momento che crediamo che entrambi questi temi siano incredibilmente attraenti, abbiamo deciso di creare per loro una nuova Nicchia: "The Magic of Graphite: Carbon Fiber and Steel Recycling".

Performance da partenza (21/02/19 – 28/02/21)



Source: Niche AM, Thomson Reuters

### Niche description

Le nostre infrastrutture, i nostri veicoli e molti dei nostri strumenti sono parzialmente fatti di ferro e/o dei suoi derivati. Sebbene materiali come la plastica e l'alluminio lo abbiano parzialmente sostituito in alcune applicazioni, esso continua a ricoprire un ruolo dominante nella nostra società. Le sue proprietà fisiche, la sua abbondanza in natura e la sua lavorazione ad alto contenuto di manodopera hanno mantenuto la sua leadership solida. Fino a un certo punto tuttavia... Altri materiali stanno emergendo con migliori caratteristiche in termini di sicurezza, resistenza, peso, durata e sostenibilità ambientale. Al ridursi del costo di produzione di tali nuovi materiali, il ferro e i suoi derivati saranno gradualmente sostituiti e molte miniere e stabilimenti di produzione dovranno essere chiusi.

Attraverso questa nicchia NAM offre un'esposizione alle società che producono questi materiali innovativi.

# Appendix

## PORTAFOGLIO AZIONARIO: Indici % variazioni di Prezzo al 30/06/2023

Index	Price as of 30/06/2023	% Price Change 1 month (local currency)	% Price Change 1 month (€)	% Price Change 3 months (local currency)	% Price Change 3 months (€)	% Price Change Year to Date (local currency)	% Price Change Year to Date (€)	% Price Change Since inception ** (local currency)	% Price Change Since inception ** (€)
<b>Pharus Asian Value Niche*</b>	<b>126.27</b>	-	<b>1.62%</b>	-	<b>3.47%</b>	-	<b>7.40%</b>	-	<b>26.27%</b>
<i>Electric Mobility</i>	-	-	4.23%	-	2.41%	-	12.26%	-	62.39%
<i>5G</i>	-	-	-1.48%	-	-2.53%	-	13.95%	-	21.78%
<i>Internet Victims</i>	-	-	9.22%	-	6.20%	-	4.23%	-	18.65%
<i>Indonesian Infrastructure Small Caps</i>	-	-	5.02%	-	12.74%	-	16.36%	-	56.58%
<i>Korea Reunification</i>	-	-	-2.33%	-	0.22%	-	-2.60%	-	8.99%
<i>Japanese Orphan Companies</i>	-	-	2.22%	-	3.18%	-	8.24%	-	27.06%
<i>The Magic of Graphite: Carbon Fibre and steel recycling (inception date 01 Mar '21)</i>	-	-	4.73%	-	-1.40%	-	6.72%	-	-13.55%
<i>Champagne (inception date 15 Apr '22)</i>	-	-	-4.49%	-	7.22%	-	9.99%	-	24.71%
<i>No meat's land (inception date 10 Oct '22)</i>	-	-	-2.68%	-	0.16%	-	2.95%	-	7.64%
<i>Cocoon (inception date 10 Oct '22)</i>	-	-	-6.30%	-	-8.76%	-	-19.04%	-	-21.82%
<i>Beauty for nothing (inception date 10 Oct '22)</i>	-	-	-2.31%	-	-4.10%	-	-6.23%	-	8.36%
<i>Fly with me (inception date 10 Oct '22)</i>	-	-	10.76%	-	10.24%	-	16.39%	-	21.33%
<b>MSCI Asia Pacific Value (.dMIAP0000VPUS)</b>	<b>149.27</b>	<b>3.67%</b>	<b>1.56%</b>	<b>1.67%</b>	<b>1.01%</b>	<b>4.75%</b>	<b>2.75%</b>	<b>-2.56%</b>	<b>0.99%</b>
MSCI Asia Pacific (.MIAP00000PUS)	163.25	3.07%	0.97%	0.71%	0.05%	4.82%	2.82%	3.78%	7.57%
Korea (.KS200)	337.95	-0.35%	-1.97%	4.94%	3.55%	16.09%	8.76%	18.21%	4.82%
Tokyo Stock Exchange (.TOPX)	2288.60	7.41%	1.60%	14.23%	4.42%	20.98%	7.81%	42.86%	13.48%
Indonesia (.JKSE)	6661.88	0.43%	-2.09%	-2.11%	-3.18%	-2.76%	-1.39%	2.52%	-0.46%
MSCI Small Cap Indonesia- USD (.dMIID0000SONUS)	439,21	3,06%	0,97%	-6,97%	-7,57%	-5,04%	-6,85%	-40,69%	-38,52%
China (.HSI)	18916.43	3.74%	1.55%	-7.27%	-7.72%	-4.37%	-6.51%	-33.27%	-30.73%
Bond High Yield (AHYE.PA)	223.27	-	0.78%	-	1.59%	-	3.40%	-	0.46%

Le performance delle singole Nicchie sono al lordo delle commissioni

\* Classe b

\* Data d'inizio: 18/02/2019, salvo diversa indicazione

Fonte: Niche AM, Thomson Reuters

## DISCLAIMER

This document, any presentation made in conjunction herewith and any accompanying materials are preliminary and for information only. They are not an offering memorandum, do not contain any representations and do not constitute or form part of an offer or invitation to subscribe for any of Niche's funds (each, the "Fund"). Further they do not constitute or form part of any solicitation of any such offer or invitation, nor do they (or any part of them) or the fact of their distribution, form the basis of, or can they be relied on, in connection with any contract therefor. The information contained in this report has been compiled exclusively by Niche Asset Management Ltd which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (RN783048) and is registered in England & Wales 10805355. The information and views contained in this document are not intended to be complete and may be subject to change at any time. No representation, warranty or undertaking, stated or implied, is given as to the accuracy of the information or views in this document and no liability for the accuracy and completeness of information is accepted by Niche Asset Management Ltd and/or its partners. The investment strategy of the Fund is speculative and involves a substantial degree of risk of losing some or all of the capital invested, market, political, counterparty, liquidity and other risk factors may have a significant impact on the investment objectives of the Fund, while past performance is not a guide or otherwise indicative of future results. **The distribution of this document and the offering of the Fund's shares in certain jurisdictions may be restricted by law and therefore persons into whose possession this document comes should inform themselves about and observe any such restrictions.** The Fund is not yet available for distribution in all countries, it will be only subject to registration with the local supervisory Authority, Potential investors are invited to contact Niche Asset Management Ltd, in order to check registration countries. Any failure to comply with these restrictions could result in a violation of the laws of such jurisdiction. Any reproduction of this information, in whole or in part, without the prior consent of Niche Asset Management Ltd is also prohibited. This document may only be communicated or passed to persons to whom Niche Asset Management Ltd is permitted to communicate financial promotions pursuant to an exemption available in Chapter 4,12 of the Financial Conduct Authority's Conduct of Business Sourcebook ("COBS") ("Permitted Recipients"). In addition, no person who is not an authorised person may communicate this document or otherwise promote the Fund or shares therein to any person in the United Kingdom unless such person is both (a) a Permitted Recipient and (b) a person to whom an authorised person is permitted to communicate financial promotions relating to the Fund or otherwise promote the Fund under the rules in COBS 4,12 applicable to such authorised person. The securities referenced in this document have not been registered under the Securities Act of 1933 (the "1933 Act") or any other securities laws of any other US jurisdiction. Such securities may not be sold or transferred to US persons unless such sale or transfer is registered under the 1933 Act or exemption from such registration. **This document is intended for professional investors only, Potential investors are recommended to carefully read the Prospectus and the Key Investor Information Document (KIID) before subscribing.**