

# Palingeo

Euronext Growth Milan | Specialized Construction | Italy

Produzione 21/02/2024, h. 18:30

Pubblicazione 22/02/2024, h. 07:00

Rating  
**BUY**

Target Price  
**€10,80**

Risk  
  
Medium

Upside potential  
**104,5%**

## Stocks performance relative to FTSE Italia Growth



### Stock Data

Price	5,28 €
Target price	10,80
Upside/(Downside) potential	104,5%
Ticker	PAL IM
Market Cap (€/mln)	34,22
EV (€/mln)	40,88
Free Float (% on Ordinary Shares)	22,94%
Share Outstanding	6.480.200
52-week high	5,60 €
52-week low	5,00 €
IPO Price (16/02/2024)	5,00 €

Key Financials (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Value of Production	53,27	68,50	71,45	74,00
EBITDA	7,96	11,05	11,70	12,40
EBIT	5,42	8,20	8,23	8,55
Net Income	3,64	5,60	5,63	5,90
NFP	6,66	9,95	(1,45)	(4,15)
EBITDA margin	14,9%	16,1%	16,4%	16,8%
EBIT margin	10,2%	12,0%	11,5%	11,6%
Net Income margin	6,8%	8,2%	7,9%	8,0%

Mattia Petracca | [mattia.petracca@integraesim.it](mailto:mattia.petracca@integraesim.it)

Alessandro Colombo | [alessandro.colombo@integraesim.it](mailto:alessandro.colombo@integraesim.it)

# Sommario

<b>1. Company Overview</b>	<b>4</b>
1.1	L'attività 4
1.2	Storia Societaria 5
1.3	Azionariato e Struttura del Gruppo 7
1.4	Corporate Governance 8
1.5	Key People 10
1.6	Autorizzazioni & Certificazioni 11
1.7	Sostenibilità 13
1.8	Progetto open innovation 14
<b>2. Business Model</b>	<b>15</b>
2.1	Industry Business System 15
2.2	Value Proposition 16
2.3	Business Model 18
2.4	Revenue Model 20
2.5	Value Chain 20
2.6	Portafoglio prodotti e servizi 23
2.7	Clienti e Fornitori 28
2.7.1	Clienti 28
2.7.2	Fornitori 30
<b>3. Il mercato</b>	<b>31</b>
3.1	Il mercato delle costruzioni 31
3.1.1	Mercato delle costruzioni a livello globale 33
3.1.2	Mercato delle costruzioni nel settore delle opere pubbliche in Italia 34
3.1.3	Palingeo vs Mercato delle costruzioni in Italia 35

<b>4. Posizionamento Competitivo .....</b>	<b>37</b>
4.1.....SWOT Analysis	39
<b>5. Economics &amp; Financials .....</b>	<b>41</b>
5.1..... FY22A Results	42
5.2.....1H23A Results	43
5.3..... FY23E – FY27E Estimates	44
5.4..... Use of Proceeds	47
<b>6. Valuation .....</b>	<b>48</b>
6.1.....DCF Method	48
6.2..... Multiples Method	50
6.2.1..... Composizione del panel	50
6.2.2..... Multiples Method	52
<b>7. Equity Value .....</b>	<b>53</b>

# 1. Company Overview

## 1.1 L'attività

Palingeo SpA ("Palingeo" o "la Società") è una società italiana operante nei settori della geotecnica e della geognostica, attiva nella realizzazione di opere edili e infrastrutturali, nel consolidamento di terreni di fondazione e nel sostegno di fronti di scavo. La Società è stata costituita nel 1999 a Carpenedolo (BS), a seguito dell'iniziativa di un gruppo di professionisti con un'esperienza consolidata, acquisita nelle grandi imprese del settore. Attualmente Palingeo detiene una posizione di rilievo nel mercato collocandosi, grazie alla sua alta professionalità, tra i leader nazionali nelle attività di impermeabilizzazione e consolidamento del terreno, nelle opere di ingegneria delle fondazioni, e nel restauro strutturale e riassetto del territorio.

La Società opera su tutto il territorio nazionale, con focus principale nel Nord Italia. Infatti, oltre alla sede legale di Carpenedolo, Palingeo possiede due magazzini di grandi dimensioni in provincia di Brescia e Mantova, che garantiscono il presidio delle attività nazionali; la Società, inoltre, possiede un magazzino in provincia di Messina, a supporto delle attività svolte in Sicilia. Le commesse provengono principalmente da enti pubblici, ma una parte dei clienti comprende anche committenti privati, che si rivolgono alla Società per la realizzazione di opere pubbliche o private. L'acquisizione delle commesse avviene sia attraverso la partecipazione diretta ai bandi di gara, in maniera autonoma o in ATI (Associazione Temporanea di Imprese) con altri operatori del settore, che tramite l'attività di sub-appaltatore.

Palingeo si distingue all'interno del mercato di riferimento per la sua attenzione verso un miglioramento continuo, perseguito attraverso il costante aggiornamento del patrimonio di conoscenze tecniche e con l'ammodernamento del parco macchinari e dei sistemi di perforazione. Inoltre, attraverso il suo esperto team di tecnici ingegneri e geologi, è in grado di offrire un servizio altamente personalizzato ai propri clienti, adattandosi alle specifiche richieste ed alle diverse problematiche che possono sorgere nelle fasi di realizzazione della commessa. Di conseguenza, la Società riesce ad offrire un servizio accurato e completo, come dimostrato dall'esiguo numero di contestazioni ricevute e dall'elevato indice di ritorno della clientela.

Il mercato italiano dell'edilizia specializzata, in particolare il segmento delle opere pubbliche, attualmente è caratterizzato da una notevole espansione. Infatti, nei prossimi anni si prevede un'accelerazione significativa del settore, trainata principalmente dagli interventi del PNRR e dal Decreto Sbloccacantieri, e supportata in maniera significativa anche da alcuni importanti eventi in programma come le Olimpiadi invernali di Cortina 2026 e i giochi del Mediterraneo di Taranto 2026.

## 1.2 Storia Societaria

CHART 1 – COMPANY STORY



Source: Palingeo

- Nel **1999** i soci fondatori Paolo Franzoni, Leonardo Spada, Gianbattista Lippi e Sergio Lippi costituiscono Palingeo Srl, dopo aver maturato un'esperienza pluriennale presso importanti imprese nel settore dell'edilizia specializzata. Nel **2000** la Società apre una nuova unità locale a Corteno Golgi (BS) con funzione di deposito;
- Nel **2001** Palingeo ottiene l'Attestazione CQOP SOA di qualificazione all'esecuzione di lavori pubblici, necessaria per partecipare alle gare d'appalto pubbliche per progetti di importo significativo. Nel **2002** viene aperta una nuova unità locale a Montichiari (BS) con funzione di deposito;
- Nel **2011** la Società, da sempre attiva nel settore della piccola perforazione, amplia la propria attività con l'ingresso nel segmento dei pali di grosso diametro;
- Nel **2015** Palingeo decide di investire nell'attrezzatura per l'esecuzione di pali CFA (*Continuos Flight Auger*), consolidando l'ingresso nel settore della grande perforazione. Inoltre, nello stesso anno la Società apre una nuova unità

locale a Casalmoro (MN) con funzione di deposito. Nel biennio 2018-2019 Palingeo ottiene ulteriori certificazioni, necessarie per lo svolgimento della propria attività, tra cui ISO 9001:2015, ISO 45001:2018, SA8000:2014 e ISO 14001:2015, relativa al Sistema di Gestione Ambientale. Nel 2022 la Società ha avviato l'informatizzazione dei processi organizzativi interni, rivolgendosi ad operatori specializzati del settore, come TeamSystem e MyAedes;

- Nel **2023** Palingeo avvia un nuovo progetto di *open innovation* per creare un sistema informativo unico in Europa; in aggiunta la Società ha avviato numerosi progetti in chiave *green* volti all'efficientamento energetico. Nello stesso anno viene aperta una nuova unità locale a Fiumedinisi (ME), con funzione di magazzino, finalizzata a consolidare la propria presenza su tutto il territorio nazionale. Infine, inizia il processo di quotazione in Borsa sul mercato Euro-next Growth Milan, che viene finalizzato il **16 febbraio 2024**.

## 1.3 Azionariato e Struttura del Gruppo

TABLE 1 – SHAREHOLDERS

Shareholders	# Shares	Multiple Voting Shares	% on Ordinary Shares	% on Voting Share Capital	% on Total Share Capital
F.L.S. Holding Srl	2.992.500	1.282.500	57,57%	75,62%	65,96%
Sergio Lippi	500.000		9,62%	5,53%	7,72%
Paolo Franzoni	75.000		1,44%	0,83%	1,16%
Gianbattista Lippi	75.000		1,44%	0,83%	1,16%
Leonardo Spada	75.000		1,44%	0,83%	1,16%
Indépendance AM SAS	288.000		5,54%	3,18%	4,44%
Free Float	1.192.200		22,94%	13,18%	18,40%
<b>Total</b>	<b>5.197.700</b>	<b>1.282.500</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

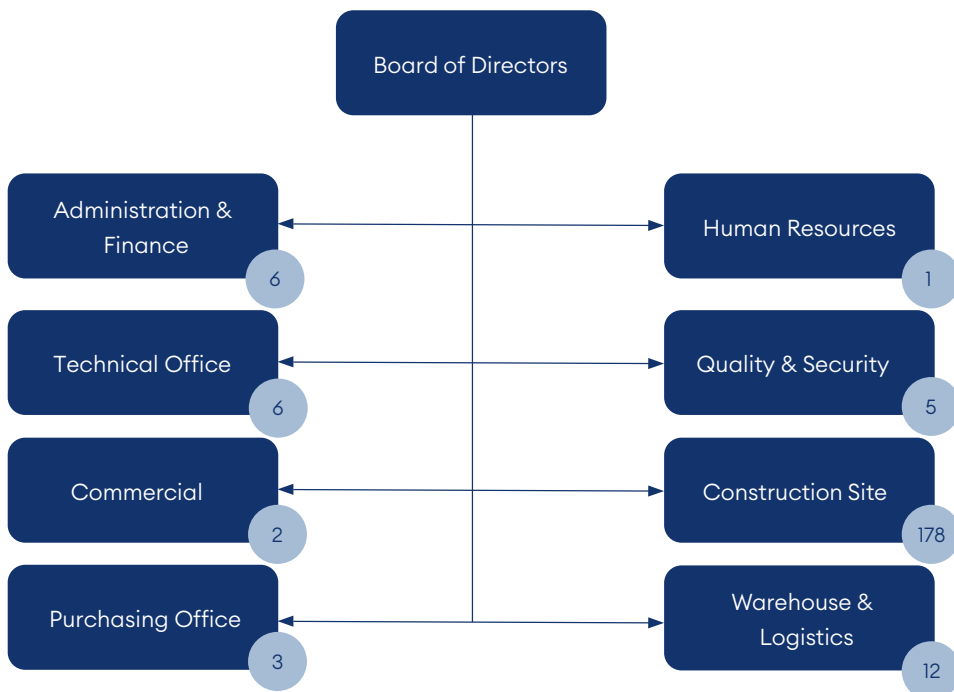
Source: Palingeo

In seguito alla quotazione in Borsa, avvenuta tramite il collocamento di 1.480.200 azioni ordinarie, il capitale sociale di Palingeo è composto da 6.480.200 azioni, di cui 1.282.500 a voto plurimo che danno diritto a 3 voti per ciascuna. F.L.S. Holding Srl, società riconducibile in egual misura ai soci fondatori, detiene la maggioranza del capitale sociale con una quota del 57,57%; Sergio Lippi detiene il 9,62% del capitale sociale; Paolo Franzoni, Gianbattista Lippi e Leonardo Spada detengono ciascuno l'1,44% del capitale sociale. La società Indépendance AM SAS ha una partecipazione pari al 5,54%. La quota restante rappresenta il capitale flottante, pari al 22,94%. F.L.S. Holding Srl detiene partecipazioni in altre due società, escluse dal perimetro di quotazione, rispettivamente pari al 100,0% e 75,0%. Nello specifico:

- **Ingeo Srl** (100,0%), costituita nel 1998, è una società immobiliare, proprietaria di alcuni immobili presso i quali Palingeo svolge la propria attività operativa. Il canone complessivo annuo, corrisposto da Palingeo a Ingeo per l'utilizzo degli immobili, ammonta a circa € 0,22 mln;
- **S.In.Ge.A. Srl** (75,0%), costituita nel 2002, è una società specializzata nell'esecuzione di indagini geognostiche e ambientali che presta una parte della propria attività (pari a circa il 3,0%) a favore di Palingeo. Quindi, occasionalmente, S.In.Ge.A. agisce come *sub-contractor* di Palingeo, effettuando indagini geotecniche per suo conto (nello specifico, quando il committente di Palingeo non si è avvalso di altri *sub-contractor* per tali indagini).

## 1.4 Corporate Governance

CHART 2 - CORPORATE GOVERNANCE

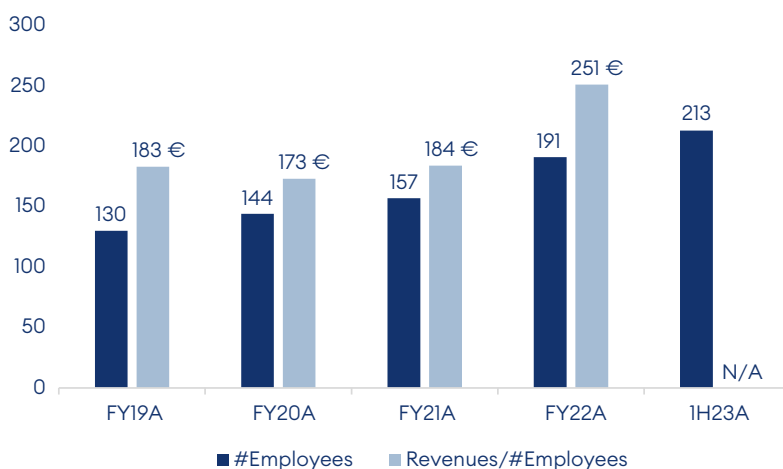


Source: Palingeo

Al 30 giugno 2023, la struttura organizzativa di Palingeo si compone di 8 aree funzionali, al cui interno vengono impiegati un totale di 213 dipendenti, suddivisi in 52 impiegati, 131 operai e 30 altri dipendenti. La forza lavoro risulta assunta a tempo indeterminato nella misura dell'80,0%. Più in dettaglio, per la categoria operai le assunzioni a tempo indeterminato risultano pari al 70,0%, mentre per la categoria degli impiegati (tecnici e amministrativi) è pari al 94,0%.



CHART 3 – EVOLUTION OF EMPLOYEES



Source: Palingeo

Il Consiglio di Amministrazione è composto da 5 membri, rimarrà in carica per il triennio 2023 – 2025 e scadrà con l’approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2025. In particolare:

- Leonardo Spada ricopre il ruolo di Presidente e Amministratore Delegato;
- Paolo Franzoni, Gianbattista Lippi e Sergio Lippi ricoprono il ruolo di Consigliere Delegato;
- Alberto Dell’Acqua ricopre il ruolo di Consigliere Indipendente.

Il Collegio Sindacale, nominato per il triennio 2023 – 2025, è composto, oltre che dal Presidente, da due Sindaci Effettivi e due Sindaci Supplenti e scadrà con l’approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2025. Nello specifico:

- Luigi Vannini è Presidente del Collegio Sindacale;
- Francesco Gitti e Ramona Corti ricoprono il ruolo di Sindaco Effettivo;
- Nicola Brangi e Laura Fioravanti ricoprono il ruolo di Sindaco Supplente.

## 1.5 Key People

### Leonardo Spada – Presidente e Amministratore Delegato

Consegue la laurea in Scienze Geologiche presso l'Università degli Studi di Torino nel 1982 ed è iscritto all'Ordine dei Geologi della Lombardia e all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Brescia. Dal 1982 al 1986 ha operato in Intergeo Srl. Successivamente ha ricoperto il ruolo di capocommissa in Consonda SpA fino al 1994, anno in cui ha iniziato a operare come socio dello studio associato Ingegneria e Geotecnica. Nel 1999, dopo aver maturato una preziosa esperienza nel settore dell'edilizia specializzata, mette a disposizione il suo *know-how* nella gestione dei rapporti con i clienti, nelle trattative di acquisizione di nuove commesse e nella pianificazione delle attività operative di cantiere, divenendo socio fondatore di Palingeo. Dal 1994 al 2021 è stato esperto ambientale e geologo della Commissione edilizia di Carpenedolo.

### Gianbattista Lippi – Consigliere Delegato

Consegue il diploma da Geometra nel 1997. Dal 1979 al 1999 è stato capocantiere in Consonda SpA. Nel 1999 diventa socio fondatore di Palingeo, dopo una lunga esperienza lavorativa nel settore di riferimento, mettendo a disposizione le proprie conoscenze tecniche. L'apporto offerto riguarda, in particolare, la programmazione dei lavori, l'organizzazione dell'avvio lavori e la supervisione dei cantieri, la ricerca e le successive trattative per l'acquisto di attrezzature di cantiere.

### Paolo Franzoni – Consigliere Delegato

Laureato in ingegneria civile ad indirizzo trasporti presso l'Università degli Studi di Pavia nel 1988 e iscritto all'Ordine degli ingegneri di Cremona dal 1990. Dal 1990 al 1994 ha lavorato per Consonda SpA e, in seguito, ha operato come socio dello studio associato Ingegneria e Geotecnica fino al 1999, anno in cui fonda Palingeo. Mette a disposizione della Società le proprie abilità direttive e conoscenze tecniche, con un focus sulla direzione tecnica dei cantieri, sulla gestione dei rapporti con committenti e progettisti e sulla verifica dei progetti esecutivi.

### Alessio Minelli – CFO

Dottore commercialista e revisore legale dei conti, ha maturato importanti esperienze in ambito di ristrutturazione aziendale, gestione di aziende in crisi, operazioni straordinarie, perizie e valutazioni aziendali, *merger & acquisition* e *due diligence*. È stato consulente societario e fiscale per enti pubblici e società in house di enti pubblici. È stato consulente societario e fiscale per società e gruppi di società operanti in diversi settori, sia a titolo personale che in collaborazione con studi professionali. È stato consulente in ambito di

operazioni di ristrutturazione e liquidazione. Ha curato la costituzione di una rete di impresa nell'ambito dello sviluppo software per gestione del personale dipendente e nell'ambito della archiviazione documentale. Ha fornito supporto e consulenza a società in fase di passaggio generazionale e opera in qualità di consulente nell'ambito di cessioni d'azienda. Entra a far parte di Palingeo ricoprendo il ruolo di CFO dal 2023.

## 1.6 Autorizzazioni & Certificazioni

La Società possiede una serie di certificazioni indispensabili per operare all'interno del proprio settore. In particolare, ricoprono un ruolo fondamentale le certificazioni CQOP SOA (Costruttori Qualificati Opere Pubbliche), necessarie per tutte le imprese che desiderano operare tramite appalti pubblici. Si tratta di una serie di attestati obbligatori che comprovano la capacità economica e tecnica di un'impresa di qualificarsi per l'esecuzione di appalti pubblici di importo maggiore rispetto a determinate soglie e che confermano, inoltre, che il soggetto certificato sia in possesso di tutti i requisiti necessari alla contrattazione pubblica. Queste certificazioni qualificano l'impresa a partecipare agli appalti pubblici in categorie di opere e classifiche di diversi importi, entrambe commisurate alle capacità ed all'esperienza che l'azienda ha dimostrato all'organismo di attestazione.

Nello specifico, le certificazioni stabiliscono, per ogni tipologia di lavorazione, l'importo massimo che un'impresa può aggiudicarsi in una gara, sulla base di una classifica che attribuisce punteggi che vanno da 1 a 8, ottenibili solo previo raggiungimento da parte dell'impresa di determinati obiettivi di produzione eseguiti storicamente in una determinata categoria. Palingeo è in possesso dal 2001 dell'attestato di qualificazione CQOP SOA per le opere di ingegneria edile e di consolidamento geologico delle seguenti categorie:

TABLE 2 – CERTIFICATIONS HELD BY THE COMPANY

Certificazione	Categoria	Classifica	Livelli di importo (€/mln)
OG1	Edifici civili e industriali	I	≤ 0,26
OG3	Strade, autostrade, ponti, viadotti, ferrovie, metropolitane	III BIS	≤ 1,50
OG4	Opere d'arte nel sottosuolo	I	≤ 0,26
OG6	Acquedotti, gasdotti, oleodotti, opere di irrigazione e di evacuazione	IV BIS	≤ 3,50
OG8	Opere fluviali, di difesa, di sistemazione idraulica e di bonifica	III	≤ 1,03
OG12	Opere ed impianti di bonifica e protezione ambiente	I	≤ 0,26
OS21	Opere strutturali speciali	VIII	Illimitato
OS34	Sistemi antirumore per infrastrutture di mobilità	IV	≤ 2,58

Source: Palingeo

La certificazione più rilevante per Palingeo è senza dubbio la OS21, ad importo illimitato, poiché gran parte delle commesse della Società rientrano in questa categoria, mentre tutte le altre riguardano opere più specifiche. L'obiettivo di Palingeo è quello di ottenere ulteriori certificazioni in futuro, che le permetteranno di ampliare le proprie attività. Tuttavia, si evidenzia che finora non si è mai verificata alcuna problematica relativa all'assenza di certificazioni, data la vasta gamma di lavorazioni che la OS21 copre.

La Società è iscritta all'Albo Nazionale Gestori Ambientali nella categoria 9B (attività di bonifica dei siti) e si classifica come operatore qualificato da parte di RFI-Gruppo Ferrovie dello Stato, in relazione alla realizzazione di lavori di opere civili su linee ferroviarie in esercizio (SQ-011) per la categoria di specializzazione LOC-001 (opere civili alla sede ferroviaria) e per la classe di importo 2. Inoltre, è in possesso di una serie di certificazioni necessarie per operare all'interno del settore di riferimento, in particolare:

- La **Certificazione del Sistema di Gestione Ambientale ISO 14001:2015**: si tratta di un attestato di conformità che dimostra l'impegno dell'azienda nella tutela dell'ambiente e nella sostenibilità ambientale. La norma prevede delle linee guida per la creazione di un sistema di gestione ambientale (SGA) che permette alle aziende di migliorare costantemente le misure da attuare per un metodo di lavoro e una produzione che siano il più possibile rispettosi dell'ambiente;
- La **Certificazione del Sistema di Gestione per la Qualità ISO 9001:2015**: garantisce che un'azienda abbia un sistema di gestione della qualità conforme alle normative internazionali definendo i requisiti per un sistema congruo. La relativa norma internazionale, riconosciuta come base per creare un sistema che assicuri la soddisfazione del cliente e il miglioramento in qualunque azienda, è composta nello specifico da dieci sezioni, ognuna delle quali descrive un aspetto specifico del sistema di gestione della qualità;
- La **Certificazione Etica SA8000:2014**: consiste in uno standard di certificazione internazionale che incoraggia le aziende a sviluppare, mantenere e applicare pratiche socialmente accettabili sul posto di lavoro. In particolare, si identifica come uno strumento fondamentale per implementare la responsabilità sociale delle imprese e proteggere i lavoratori in ogni fase della filiera, coprendo una vasta gamma di temi, tra cui: il lavoro minorile, la salute e la sicurezza sul lavoro, la libertà di associazione e il diritto alla contrattazione collettiva, la discriminazione, le ore di lavoro e la retribuzione;
- La **Certificazione dei Sistemi di Gestione per la Salute e la Sicurezza 45001:2018**: si tratta di uno standard internazionale che stabilisce i requisiti per un sistema di gestione della salute e di sicurezza sul lavoro, oltre a fornire una guida per il suo utilizzo, al fine di consentire alle organizzazioni di predisporre luoghi di lavoro sicuri e salubri, prevenendo lesioni e malattie correlate

al lavoro, nonché migliorando proattivamente le proprie prestazioni relative alla salute e sicurezza sul lavoro. La certificazione dimostra l'impegno dell'organizzazione nel garantire la conformità alle norme di salute e sicurezza sul lavoro e può essere richiesta da clienti, fornitori o autorità di regolamentazione come requisito per partecipare a gare d'appalto o ottenere determinate licenze.

## 1.7 Sostenibilità

Tipicamente il settore dell'edilizia specializzata si distingue per una visione tradizionale, con poca attenzione verso la sostenibilità, imputabile ad una insufficiente evoluzione tecnologica, che non ha ancora permesso la dismissione del combustibile fossile nelle attività di riferimento.

In questo ambito, Palingeo si differenzia rispetto al resto del mercato come dimostrato dai vari progetti implementati negli ultimi anni per la riduzione dell'impatto ambientale delle attività. La Società, in particolare:

- Ha avviato un proprio **programma di comunità energetica** che si occupa della riorganizzazione e dell'efficientamento energetico del polo logistico di Casalmoro (MN), con l'obiettivo finale di raggiungere l'automazione organizzativa interna e l'autonomia energetica;
- Ha stretto una collaborazione con **Green Future Project**, società che si occupa di supportare le aziende nel raggiungimento dei propri obiettivi di sostenibilità. Nello specifico, Palingeo ha aderito al programma *Climate Positive Subscription*, che consente alle aziende partecipanti di compensare il proprio impatto sull'ambiente attraverso l'acquisto di crediti di carbonio certificato. Il programma include una piattaforma con diverse funzionalità, tra cui il monitoraggio dei consumi energetici, l'acquisto dei crediti di carbonio e la consulenza per lo sviluppo di una strategia ESG nei progetti ad alto impatto ambientale. La tecnologia fornita da *Green Future Project* permette a Palingeo di monitorare costantemente il proprio impatto ambientale e condividere i risultati raggiunti con gli *stakeholder*;
- Ha iniziato a collaborare con **Nowal Chimica Srl**, società chimica che permette di efficientare e ridurre il consumo dei processi produttivi dei propri clienti. Tramite questo progetto, la Società intende massimizzare le caratteristiche di lubrificazione, risparmiare nelle quantità acquistate e consumate e assicurarsi di utilizzare prodotti *green*.

## 1.8 Progetto open innovation

La Società ha avviato un progetto di *open innovation*, in collaborazione con una *start up* innovativa, finalizzato a ideare un nuovo sistema informativo in grado di gestire e controllare gli impianti che lavorano in esterna. Il nuovo sistema univoco, integrabile con le tecnologie di Industria 4.0, permette di effettuare una manutenzione preventiva e predittiva degli impianti e di monitorare costantemente la produttività e l'efficienza dei macchinari. Nello specifico, attraverso l'adozione di sensori intelligenti il manutentore viene avvertito in anticipo dei potenziali malfunzionamenti, e può monitorare l'andamento della produttività nel tempo.

Attualmente il progetto si trova nella fase iniziale di raccolta delle informazioni, necessarie per l'integrazione delle macchine. Successivamente, questo sistema doterà la Società di un database che consentirà una gestione del parco macchine veloce, solida, efficiente, semplice e tecnologicamente avanzata. Dunque, una volta concluso, il progetto fornirà una soluzione completa, sia in termini di componenti *hardware* che *software*, in grado di implementare un sistema 4.0 di manutenzione predittiva e monitoraggio dell'efficienza.

## 2. Business Model

### 2.1 Industry Business System

CHART 4 – INDUSTRY BUSINESS SYSTEM



Source: Palingeo

La Società è attiva nel settore dell'ingegneria specialistica e opere speciali per la realizzazione di opere edili e infrastrutturali e per il consolidamento di terreni di fondazione o sostegno di fronti di scavo. Palingeo, all'interno dell'*industry business system*, si posiziona tra gli operatori del settore, all'interno dei quali possiamo trovare tutti i *player* specializzati nell'esecuzione di prestazioni edili (con un focus particolare per i lavori di palificazione), caratterizzati dalle competenze e dalle risorse specifiche per gestire tali progetti. La tipologia di *player* spazia dai piccoli operatori specializzati, anche locali, fino alle grandi imprese con risorse globali, generalmente altamente diversificate ed operanti su molteplici linee di business. I *player* devono offrire un servizio specializzato e devono possedere competenze tecniche, certificazioni e qualificazioni, patrimonio, materiale e personale addestrato e professionale per realizzare con successo i progetti richiesti dalle committenze.

Gli operatori del settore si rivolgono ad una moltitudine di clienti, tra i quali possiamo trovare:

- **Enti pubblici o governativi**, per la costruzione di strade, ponti, scuole, ospedali, infrastrutture idriche, etc.;
- **General Contractor**, ovvero *player* nel settore delle opere pubbliche e infrastrutturali;
- **Sviluppatori immobiliari**, ossia costruttori o investitori che si occupano dello sviluppo di progetti residenziali, commerciali e industriali;

- **Aziende commerciali e opifici industriali**, che necessitano di spazi commerciali o industriali e richiedono attività di costruzione, di produzione o ristrutturazione;
- **Player del settore delle energie rinnovabili**, qualora l'attività sia richiesta per progetti di impianti idraulici, parchi eolici o impianti solari, opere di captazione e regimentazione di acque o centrali idroelettriche.

Per quanto concerne i fornitori, questi ultimi si identificano in imprese di grandi o medie dimensioni altamente specializzate, che forniscono prodotti e servizi necessari per la realizzazione dei progetti di edilizia e, nel caso specifico, di palificazione. Tra i prodotti e servizi offerti possiamo ritrovare, ad esempio, la fornitura di energia, di materiali da costruzione per l'edilizia, di armature in acciaio e tubi per armature, di macchinari e attrezzature speciali, nonché di materiali ferrosi e acciaio. La struttura dimensionale adottata dai fornitori varia in base alla specifica area di competenza e alla tipologia di prodotto offerto. Il loro potere contrattuale è limitato, ma anch'esso varia a seconda dell'offerta. Le opere di ingegneria specialistica e opere speciali realizzate dai *player* di settore si rivolgono, in generale, alla collettività (intesa come cittadini o privati), che a vario titolo usufruiscono direttamente o indirettamente delle opere e delle costruzioni che l'edilizia specializzata ha contribuito a realizzare.

## 2.2 Value Proposition

La Società, per competere con successo nel mercato dell'ingegneria specialistica e opere speciali si è dotata di una *value proposition* chiara e specifica, che si fonda su un elevato livello di qualità e di flessibilità delle prestazioni svolte per i propri clienti. Infatti, nel corso della sua esperienza ventennale la Società ha sempre dimostrato affidabilità e determinazione, che le hanno permesso di affermarsi come uno dei principali operatori del settore. Inoltre, Palingeo investe in maniera rilevante nell'aggiornamento continuo e nella formazione costante del proprio personale, oltre che in macchinari sempre più tecnologicamente avanzati.

Più nel dettaglio, la proposta di Palingeo si basa su:

- **Assessment iniziale approfondito:** la Società segue i clienti fin dall'inizio delle proprie attività, riuscendo ad ottenere un elevato livello di informazione sulle esigenze specifiche della clientela e consentendo loro di prendere le decisioni migliori. In particolare, l'offerta di Palingeo include anche i servizi di consulenza pre-progettuale, che consistono in valutazione di fattibilità, sopralluoghi, pianificazione del sito e analisi dei costi;
- **Progettazione integrata:** la Società adotta un procedimento di esecuzione



dei lavori estremamente efficiente, in grado di minimizzare i costi e le tempistiche di realizzazione. L'offerta di Palingeo risulta completa ed integrata, attraverso il coinvolgimento di professionisti e specialisti esterni fin dalle attività iniziali di indagine geognostica e ambientale, di geologia e ingegneria. In questo modo Palingeo riesce a fornire un servizio di alta qualità minimizzando i costi e i tempi di realizzazione;

- **Gestione professionale del progetto:** la Società riesce a ridurre i rischi, i ritardi e i costi extra per i clienti, risolvendo in maniera agile eventuali imprevisti e garantendo la conclusione del progetto nei modi concordati;
- **Personalizzazione:** il settore in cui Palingeo opera è caratterizzato da un elevato grado di diversificazione delle commesse e dei progetti e, di conseguenza, la Società ha sviluppato delle competenze che le permettono di garantire una personalizzazione completa per ogni cliente, includendo ogni aspetto del servizio, dalla programmazione del progetto alle modalità di comunicazione e gestione della commessa;
- **Integrazione tecnologica:** la Società si distingue per l'implementazione di sistemi tecnologici integrati 4.0, che le consentono di sviluppare degli efficientamenti unici nel mercato. Il processo di integrazione dei nuovi sistemi è ancora in fase di sviluppo, quindi, una volta completato, potrebbe fornire alla Società sistemi di controllo dei macchinari unici in Europa;
- **Formazione e sviluppo continuo del personale:** Palingeo pone particolare attenzione nell'aggiornamento continuo e nella formazione del proprio personale, in particolare investe in modo ricorrente per migliorare la qualità del lavoro e migliorare la sicurezza sul posto di lavoro.

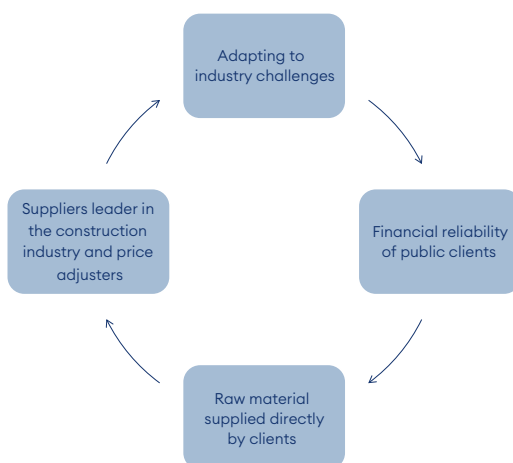
L'offerta della Società si colloca in un segmento elevato dell'ingegneria specialistica e opere speciali, garantendo al cliente un'elevata competenza, che si evidenzia in un servizio tecnico e progettuale proattivo, in grado di ottimizzare ogni fase del progetto. Inoltre, a causa della complessità dei progetti, spesso nascono degli imprevisti durante l'esecuzione dei lavori che la Società riesce a risolvere prontamente grazie alla propria flessibilità ed esperienza.

## 2.3 Business Model

La Società, attraverso l'esperienza maturata nel corso degli anni, ha sviluppato un modello di *business* forte e resiliente, in grado di offrire un servizio di qualità nei tempi e nei costi stabiliti contrattualmente. In particolare, Palingeo può contare su quattro punti di forza:

- Si distingue per la propria capacità di **adattarsi** e reagire in modo efficace alle sfide ed alle incertezze del settore, particolarmente influenzato dai cambiamenti normativi e dalle fluttuazioni di mercato. Infatti, operando da diversi anni in un contesto mutevole, la Società ha sempre dimostrato di sapersi innovare per affrontare le nuove sfide, anche nei momenti più difficili per il settore, riuscendo quindi a seguire il proprio percorso di crescita in modo costante;
- Palingeo ha scelto strategicamente di orientarsi all'acquisizione di clientela a **prevalenza pubblica** in quanto caratterizzata da un più alto grado di affidabilità finanziaria rispetto al settore edile privato;
- Il settore richiede importanti investimenti in materie prime, e quindi vi è il rischio di una forte esposizione alla variazione dei loro prezzi. Tuttavia, la Società si avvale di una **strategia di approvvigionamento** decisamente favorevole: infatti, nella grande maggioranza dei casi, le materie prime sono fornite direttamente dai committenti, permettendo così una notevole riduzione della propria esposizione finanziaria;
- Nei rari casi in cui la Società acquisti direttamente le materie prime, la stessa sfrutta i propri rapporti di lunga durata rivolgendosi direttamente a **fornitori attentamente selezionati e leader del settore edile**, con cui Palingeo intrattiene rapporti di lunga durata, basati su reciproca fiducia e fidelizzazione: di frequente, infatti, la Società sottoscrive accordi quadro di approvvigionamento, soprattutto per il cemento e per il ferro. Inoltre, i prezzi delle materie prime impiegate dalla Società sono soggetti a correttivi legislativi che ne assicurano, seppur in modo parziale, la stabilità.

## CHART 5 – BUSINESS MODEL



Source: Palingeo

Il modello di *business* di Palingeo si basa principalmente sulla ricerca, aggiudicazione e realizzazione di commesse. Il processo di aggiudicazione degli appalti relativi all'edilizia pubblica può avvenire in due modi:

- **Canale diretto:** in questo caso la Società partecipa direttamente ad una specifica gara di appalto ad evidenza pubblica, singolarmente o con altri operatori del settore, come spesso accade;
- **Canale indiretto:** alcuni clienti pubblici o privati, che hanno rapporti consolidati negli anni con la Società, subappaltano a Palingeo i servizi di ingegneria specialistica e opere speciali al fine di realizzare l'opera aggiudicata. In questo caso, la Società decide di non partecipare alla specifica gara per agire successivamente come subappaltatore.

In relazione alle commesse private, invece, queste vengono acquisite dalla Società in maniera diretta o all'esito di un processo di aggiudicazione, a seconda delle relazioni commerciali pre-esistenti con il cliente. Si sottolinea che, a causa della notevole domanda del settore pubblico, attualmente le commesse private costituiscono una parte residuale dell'attività di Palingeo. Tuttavia, non si esclude che il peso di queste commesse possa cambiare nel futuro, in base alla domanda ed alle opportunità del mercato.

## 2.4 Revenue Model

I contratti stipulati da Palingeo hanno una durata variabile a seconda della tipologia e delle caratteristiche della commessa, in particolare si distinguono in commesse annuali (entro i 12 mesi) e pluriennali (oltre i 12 mesi). Per quanto riguarda le modalità di fatturazione, e quindi di riconoscimento dei ricavi, i cantieri della Società sono soggetti ad una supervisione periodica, volta a monitorare l'avanzamento dei lavori e il rispetto dei cronoprogrammi. Alle scadenze predefinite avviene la rendicontazione dei ricavi sulla base dello Stato di Avanzamento Lavori ("SAL") dei singoli cantieri, come risulta dalla contabilità di cantiere. Successivamente, i SAL, insieme ai disegni tecnici di supporto, sono trasmessi al cliente per la condivisione e l'autorizzazione alla fatturazione, e solo dopo l'approvazione da parte del cliente viene emessa la fattura, in base ai progressi effettivamente realizzati sulla commessa.

CHART 6 – REVENUE MODEL



Source: Palingeo

## 2.5 Value Chain

Le attività di Palingeo si possono dividere in una serie di fasi, diverse tra loro, a seconda che si tratti di clienti pubblici o privati. Nel caso degli appalti pubblici, *business* primario per la Società, ogni commessa comprende 5 fasi:

- Ricerca e selezione degli appalti (o subappalti), svolta dall'area commerciale, finalizzata a trovare gare pubbliche in linea con gli standard della Società (c.d. fase di *tender*). Nel caso in cui Palingeo decida di partecipare alle gare di appalto in ATI, l'Area Commerciale si occupa anche della selezione del o dei *partner*. Una volta individuata la gara di interesse, si procede col pre-dimensionamento dell'opera, nonché coi sopralluoghi e con le analisi preliminari;
- Conclusa la fase preliminare di *assessment*, la Società partecipa alla gara di appalto presentando la propria **proposta di offerta**;

- Una volta concordata la soluzione, in linea con le esigenze del committente, si procede con l'**attuazione della specifica proposta**. In caso di esito positivo, l'area commerciale si occupa di segnalare al responsabile designato la necessità di organizzare le attività finalizzate ad **avviare il cantiere**;
- Successivamente, la Società si occupa di tutte le attività di **gestione del cantiere**, necessarie alla realizzazione finale dell'opera in linea con le modalità concordate con il cliente. Questa fase, caratterizzata da continui collaudi e verifiche, è monitorata secondo i SAL e, come riportato in precedenza, la Società procede periodicamente con la conseguente rendicontazione di cantiere a SAL, inviando un resoconto delle attività svolte al cliente, la cui approvazione è necessaria per la relativa fatturazione;
- Conclusi i lavori e le **prove finali**, si procede con la **consegna** del cantiere al committente. Nel caso in cui dovessero sussistere eventuali notifiche di non conformità da parte dei committenti, l'Ufficio Tecnico si occupa di proporre adeguate soluzioni tecniche.

CHART 7 – VALUE CHAIN: PUBLIC TENDERS



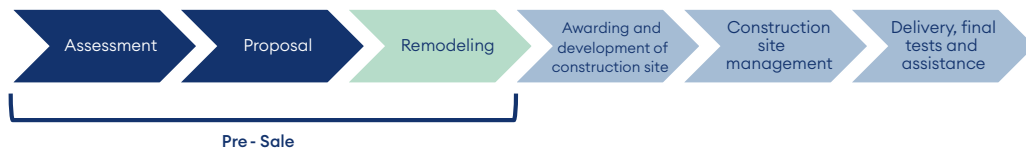
Source: Palingeo

In relazione alle commesse realizzate per clienti privati, la fase di pre-sale si svolge con modalità differenti, in particolare:

- Inizialmente l'area commerciale raccoglie le richieste di preventivo da parte dei clienti privati e, nel caso in cui la Società decida di sviluppare la commessa in ATI, procede alla ricerca dei *partner*. In seguito, si procede con l'**assessment** dei progetti, effettuato tramite sopralluoghi, analisi preliminari e pre-dimensionamento dell'opera.
- Successivamente, l'Area Commerciale e l'Area Tecnica si occupano di individuare una soluzione specifica, adatta alle esigenze del cliente. Dopo aver elaborato il progetto, l'Area Commerciale provvede a incontrare il cliente e **presentare la proposta**, dando avvio alla fase di negoziazione tra le parti.
- Nel caso in cui la prima proposta non soddisfi in modo completo le esigenze specifiche del cliente, si procede eventualmente con una **rimodulazione del-**

la **proposta**, preceduta da un'ulteriore negoziazione.

## CHART 8 – VALUE CHAIN: PRIVATE CLIENTS



Source: Palingeo

Conclusa la fase *pre-sale*, le successive attività di sviluppo e la gestione del cantiere, nonché la consegna e l'eventuale assistenza si svolgono in maniera analoga alle commesse pubbliche, descritte in precedenza.

## 2.6 Portafoglio prodotti e servizi

Palingeo, come spiegato in precedenza, offre servizi di ingegneria specialistica e opere speciali nel comparto delle fondazioni (nello specifico servizi geologici e infrastrutturali) e, pertanto, si è dotata nel tempo di un adeguato numero di gruppi completi di attrezzature, che le consentono di svolgere lavorazioni su più cantieri in contemporanea. Più nel dettaglio, i servizi di ingegneria specialistica e opere speciali prestati dalla Società sono i seguenti:

- **Indagini geologiche e prove in sito:** prima di avviare un progetto edilizio, possono essere necessarie indagini geologiche per valutare la composizione e le caratteristiche del terreno. Si può rendere necessaria la raccolta di campioni di suolo e rocce, l'analisi delle condizioni idrogeologiche e l'identificazione di potenziali problemi o rischi geotecnici. Le prove in sito vengono effettuate per valutare la resistenza del terreno e determinare le proprietà meccaniche dei materiali presenti. Tali attività, nei casi limitati in cui sono parte della commessa di Palingeo, sono affidate in *outsourcing* alla società S.In.Ge.A.;
- **Restauro strutturale e riassetto dei territori:** interventi sulla struttura per riparare danni o migliorare la sicurezza. Può includere la sostituzione di elementi strutturali o il miglioramento delle prestazioni sismiche. Il riassetto dei territori può implicare la riqualificazione delle aree urbane;
- **Stabilizzazione di frane e scarpate:** in presenza di frane o situazioni di instabilità del terreno vengono effettuati interventi di stabilizzazione delle aree per prevenire futuri smottamenti. Si possono impiegare tecniche di ingegneria geotecnica come opere di contenimento, ancoraggi, muri di sostegno, opere di drenaggio per mantenere la stabilità del terreno e prevenire crolli o movimenti indesiderati;
- **Ingegneria delle fondazioni (complessi industriali, parcheggi sotterranei e infrastrutture):** attività di progettazione e realizzazione delle fondazioni delle infrastrutture, che include l'analisi del terreno, la valutazione delle condizioni geotecniche e la scelta dei metodi più adeguati per garantire una solida base strutturale;
- **Impermeabilizzazione e consolidamento di terreni e rocce:** attività fondamentale nelle fasi preparatorie dell'ingegneria civile che consente il miglioramento delle caratteristiche idrauliche e meccaniche dei terreni, delle rocce e dei manufatti nonché il rinforzo dell'area soggetta alle pressioni;
- **Elaborazione dati tecnici a supporto dell'attività:** raccolta ed elaborazione

di dati tecnici a supporto delle attività di esecuzione in campo geologico-geotecnico, geologico-applicativo, idrogeologico, ingegneristico, urbanistico, edilizio, di gestione e pianificazione territoriale.

Oltre agli interventi sopra descritti, sono compresi nelle attività effettuate dalla Società anche servizi di analisi e studio generalmente propedeutici e/o ancillari alle attività principalmente operative, fra cui le indagini geologiche e prove in sito (affidate in *outsourcing*) e l'elaborazione di dati tecnici a supporto dell'attività. Gli interventi vengono svolti dalla Società attraverso l'utilizzo di numerose tecnologie e lavorazioni *labour & machinery intensive* dettagliati di seguito.

CHART 9 – COMBINATION OF SERVICES AND TECHNOLOGIES & PROCESSES PERFORMED

Services Technologies and processes	Structural restoration and territorial reorganization	Stabilization of landslides and embankments	Foundation engineering	Waterproofing and consolidation of soils and rocks
Micropiles and Mid-piles	✓	✓	✓	✓
Consolidation through injections of cementitious and chemical mixtures	✓	✓	✓	✓
Jet Grouting	✓	✓	✓	✓
Diaphragm walls in concrete or special mixtures			✓	✓
Large-diameter drilled piles and CFA/CFP piles			✓	✓

Source: Palingeo

### Micropali e Mediopali

Palingeo dispone di macchine perforatrici e accessori per la formazione di micropali, mediopali e tiranti di ancoraggio, sia utilizzando armature in barra unica con lunghezze di 12 metri (per ambienti chiusi senza alcun impedimento), sia per ambienti chiusi con limitazioni di altezza libera sino a 2,50 metri. I micropali e i mediopali sono pali di piccolo e medio diametro che contengono un elemento strutturale per trasferire i carichi e/o limitare le deformazioni e che possono essere realizzati mediante attrezzature di ridotte dimensioni. Una sottocategoria delle perforazioni di piccolo diametro può essere considerata la formazione di tiranti di ancoraggio. Nello specifico, i mediopali sono pali che presentano un diametro massimo di 400 mm, con un'armatura formata da una gabbietta di barre longitudinali e staffe, che viene riempita da betoncino; i micropali, invece, sono caratterizzati da un diametro massimo di 300 mm, con armatura tubolare o profilato in acciaio e un riempimento composto da miscela cementizia, malta cementizia o betoncino. Queste due tipologie di pali presentano una pluralità di funzioni e utilizzi, tra cui:



- Sottofondazione di strutture esistenti;
- Contenimento per consentire scavi di sbancamento;
- Fondazione di nuove strutture (in particolare in terreni molto eterogenei e in presenza di formazioni rocciose);
- Miglioramento della stabilità dei pendii e delle scarpate;
- Ancoraggio di strutture.

### **Consolidamento tramite iniezioni di miscele cementizie e chimiche**

L'utilizzo di questa tecnica consente di migliorare le caratteristiche idrauliche e meccaniche dei terreni, delle rocce e delle manufatti (opere murarie o in calcestruzzo). La Società dispone di numerosi impianti completi per la miscelazione e iniezione delle miscele consolidanti, la quale viene realizzata attraverso speciali tubi in PVC, dotati di valvole di non ritorno, introdotti nel terreno tramite perforazioni eseguite con perforatrici per piccoli diametri. In particolare, la maggior parte degli impianti sono dotati di un sistema automatico e computerizzato di carico dei diversi ingredienti della miscela, mentre la maggior parte degli iniettori sono dotati di sistemi di controllo e registrazione dei parametri principali di iniezione (pressione, portata, volume, numero valvola, etc.). Questa tipologia di lavorazione viene utilizzata per interventi volti a realizzare trattamenti sia provvisori, per consentire l'esecuzione di scavi in terreni instabili o sotto falda, che permanenti, ovvero per il consolidamento di terreni di fondazione, per la creazione di schermi o tamponi impermeabili e per il restauro strutturale di opere murarie o in calcestruzzo.

La Società, in particolare, ha investito in un sistema computerizzato che si occupa dell'acquisizione e della registrazione automatica dei parametri e del controllo automatico dell'iniezione al fine di adeguare automaticamente il trattamento di iniezione in funzione delle caratteristiche geotecniche e dei dati rilevati in corso d'opera, assicurando un elevato livello qualitativo del trattamento e una semplificazione nella gestione del processo.

### **Jet Grouting**

La tecnica di trattamento *Jet Grouting* consiste nella disgregazione mediante pressione idraulica del terreno e nella miscelazione dello stesso con miscele cementizie. La fase di disgregazione avviene mediante getti ad altissima pressione (400-450 bar). La tecnica prevede diverse tipologie di trattamenti di consolidamento consentendo di operare in una gamma di terreni estremamente ampia e offrendo una notevole flessibilità di applicazioni. L'utilizzo di questa tecnica consente l'ottenimento di colonne di terreno consolidato aventi diametri variabili: da 60 a 80 cm per gli interventi a solo cemento (monofluido) e da 150 a 200 cm per quelli ad impiego combinato di aria, acqua e cemento (bifluido e trifluido).

Palingeo, per lo svolgimento di questa tipologia di attività, dispone ad oggi di 12 gruppi completi di attrezzature, ognuno dei quali è composto da un silos di accumulo di cemento, una perforatrice, una pompa jet e un impianto automatico di miscelazione ad alta capacità. Tutti i gruppi di attrezzature hanno, al loro interno, un sistema di acquisizione automatica dei parametri di *jet grouting*. Quattro di questi gruppi, infine, dispongono anche di un sistema GPS di ricerca e di piazzamento del punto di perforazione.

### Diaframmi in calcestruzzo o in miscele speciali

La tecnica dei diaframmi consente di realizzare opere strutturali ed idrauliche, con funzione temporanea o permanente: avviene attraverso lo scavo di una trincea nel terreno, generalmente in presenza di un fluido stabilizzante, ed il getto di un cavo con calcestruzzo. I diaframmi strutturali, in calcestruzzo, sono realizzati con escavatori idraulici dotati di benne mordenti di tipo idraulico o a fune e sono normalmente armati con gabbie pre-assemblate in acciaio, che vengono calate nello scavo mediante gru di servizio cingolate o gommate. Il sostegno delle pareti di scavo viene garantito attraverso l'impiego di fanghi bentonici o polimerici. Lo scavo viene realizzato a partire dal piano campagna, secondo allineamenti correttamente delimitati mediante la formazione di appositi cordoli guida in calcestruzzo armato. I mezzi di servizio, quali pale gommate ed escavatori idraulici, assicurano la costante pulizia delle aree circostanti e l'allontanamento dei materiali di risulta e di scavo.

I diaframmi strutturali si distinguono tra:

- Diaframmi a protezione di scavi profondi, anche superiori a 20 metri. In questi casi è indispensabile fornire al diaframma più serie di vincoli verticali come tiranti o puntoni;
- Diaframmi a protezione degli scavi in fregio ad edifici, con struttura autosostenente o vincolata;
- Diaframmi in miscele speciali a tenuta idraulica per confinamento e impermeabilizzazione;
- Diaframmi di fondazione e di difesa spondale in fregio a fiumi e canali;
- Diaframmi a formazione di taglioni sotterranei per aumentare il percorso di filtrazione al di sotto di dighe o traverse.

La Società realizza altresì diaframmi plastici (anche detti diaframmi impermeabili) in miscele speciali impermeabili che garantiscono un'elevata resistenza all'acqua, quali:

- Miscela viscosa terreno-bentonite, che consentono di ottenere una parete relativamente omogenea, impermeabile e flessibile;
- Gel di cemento-bentonite;

- Miscela di cemento, additivi, bentonite, inerti ed acqua, ideale per le situazioni in cui il diaframma deve essere realizzato in terreni sciolti o compressibili.

Palingeo dispone di 9 gruppi completi di lavoro, che impiega sia per la realizzazione di diaframmi strutturali sia per la realizzazione di diaframmi plastici, ciascuno composto da vasche di accumulo fanghi, pala gommata, dissabbiatori per il recupero dei fanghi, gru di servizio, silos per la bentonite, impianto di miscelazione del fango e perforatrice attrezzata con benna idraulica o benna a fune.

### Pali trivellati di grande diametro e pali CFA/CSP

L'esecuzione di un palo trivellato è realizzata con asportazione di terreno ed il successivo getto di calcestruzzo con la presenza di una gabbia metallica. I pali trivellati si suddividono in tre grandi categorie:

- Pali eseguiti in asciutto, ovvero senza ausilio di fanghi bentonitici. Vengono impiegati quando le pareti del foro nel terreno si autosostengono (prevalentemente terreni coesivi);
- Pali eseguiti con ausilio di fanghi bentonitici. Il fango bentonitico impedisce alle pareti del foro di crollare, consentendo la realizzazione dello scavo. I fanghi durante la fase di getto vengono recuperati, trattati e riutilizzati;
- Pali eseguiti infiggendo contemporaneamente dei tubi di rivestimento, infissi a rotazione o con l'ausilio di una morsa giro colonna, che sostengono le pareti del foro; tali tubi dopo il getto vengono recuperati.

Il palo trivellato di tipo CFA/CSP, invece, è eseguito con asportazione di terreno mediante attrezzatura a rotazione. I pali CFA (*Continuous Flight Auger*) a elica continua sono ideali per la trivellazione a bassa asportazione di terreno. Sono generalmente impiegati come pali di fondazione di medio e grande diametro e rappresentano una valida alternativa ai pali trivellati con bentonite. I pali CSP (*Case Secant Piles*) sono utilizzati in aree vulnerabili, quali centri storici, aree frananti, contesti urbani e industriali. Infine, i pali FDP (*Full Displacement Pile*) si caratterizzano per una bassa produzione di materiale di risulta; nella realizzazione il terreno viene costipato aumentando la capacità rotante ed evitando le vibrazioni indotte agli edifici circostanti.

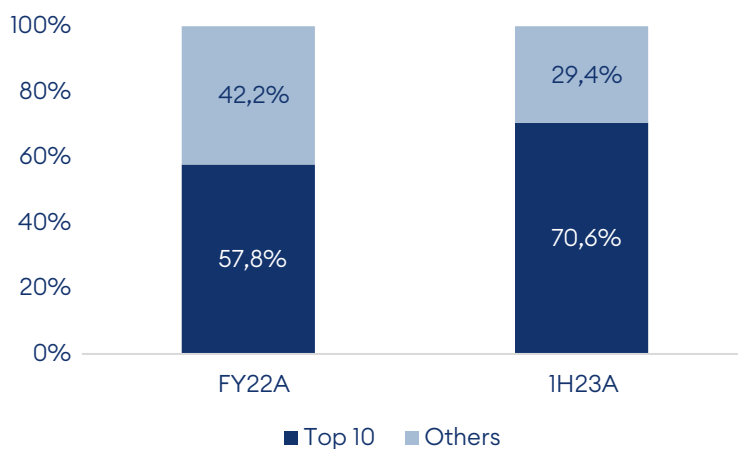
Per la realizzazione di tutte le tipologie di lavorazioni elencate in precedenza, Palingeo si avvale di diversi gruppi completi di attrezzature, che si compongono in perforatrice, gru di servizio e pala gommata di servizio. In aggiunta, per i soli pali trivellati con fanghi, Palingeo utilizza 3 ulteriori attrezzature a composizione del gruppo, quali l'impianto bentonite, le vasche di accumulo dei fanghi e i dissabbiatori per il recupero dei fanghi.

## 2.7 Clienti e Fornitori

### 2.7.1 Clienti

Osservando l'incidenza dei primi 10 clienti sul fatturato totale di Palingeo, si nota come questa sia pari al 57,8% per il FY22A e pari al 70,6% per il primo semestre 2023. La concentrazione della clientela in ciascun periodo di riferimento dipende sostanzialmente dall'ammontare delle commesse che sono in essere ad una certa data. Come conseguenza, i clienti della Società possono differenziarsi di anno in anno in ragione delle varie commesse di volta in volta attive. Si specifica come, in entrambi i periodi sotto riportati, l'incidenza maggiore sia data dallo stesso cliente, il quale pesa circa il 25,0% in entrambi gli anni (il cliente è relativo al cantiere dell'Alta Velocità per la tratta Vicenza – Padova).

CHART 10 – TOP 10 CLIENTS WEIGHT FY22A AND 1H23A



Source: Palingeo

Ad oggi, Palingeo gestisce un *backlog* che al 30 giugno 2023 è pari a circa € 82,20 mln, riferito a commesse in corso di realizzazione per una moltitudine di società. Tra i principali clienti attualmente attivi nel periodo di riferimento 2022-2023, possiamo trovare:

- **Cepav due**, consorzio che si occupa della progettazione e realizzazione della Linea Ferroviaria ad Alta Velocità Milano – Verona e per il quale dal 2022 Palingeo si è occupata della realizzazione di fondazioni speciali e tiranti, nonché di pali riduttori dei cedimenti per la linea AV per il lotto funzionale Brescia - Verona;
- **Covivio**, azienda di origine francese operante nel settore immobiliare, per la quale dal 2022 la Società sta realizzando, in ATI, strutture in calcestruzzo

armato per il progetto di riqualificazione immobiliare Symbiosis per Moncler Render New;

- **SIS**, consorzio che si è occupato, tra gli altri progetti esecutivi, anche della realizzazione di importanti cantieri stradali e autostradali. Palingeo si è occupata dell'esecuzione delle opere di fondazione profonda e presidio, nonché delle attività di *jet grouting* per il progetto di riqualificazione dell'area ospedaliera del Policlinico Mangiagalli di Milano;
- **IRICAV DUE**, consorzio che si occupa della progettazione e realizzazione della Linea Ferroviaria ad Alta Velocità Verona – Padova. Palingeo dal 2020 sta realizzando, sia in proprio che in RTI con distinti appalti, pali di fondazione per le opere di linea nonché opere civili e di armamento ferroviario;
- **Manelli**, punto di riferimento nel settore delle costruzioni civili e industriali. Dal 2021, Palingeo sta svolgendo in RTI opere di fondazione speciale per la tratta Alta Velocità Brescia Est – Verona. In precedenza, la Società ha eseguito in proprio dei lavori per il Traforo Autostradale del Frejus;
- **CDS**, General Contractor che si occupa dello sviluppo e realizzazione di strutture a destinazione commerciale, logistica, direzionale e alberghiera. Palingeo si sta occupando, dal 2021, della realizzazione di pali trivellati e micropali di fondazione di diverso diametro, oltre ad attività di *jet grouting*, per il progetto del Genova Waterfront.

L'esperienza maturata nel corso degli anni e l'alta qualità del servizio fornito hanno permesso a Palingeo di acquisire importante notorietà sul mercato nazionale; infatti, spesso sono direttamente i clienti a contattare la Società, che gestisce gli inviti alle gare e le richieste ricevute attraverso il proprio Ufficio Commerciale. Quest'ultimo si occupa anche del monitoraggio delle nuove opportunità di sviluppo all'interno del territorio, ed è in grado di intercettare in tempi rapidi i clienti ottenendo così un esito favorevole nell'aggiudicazione delle gare di appalto.

L'attività commerciale di Palingeo si articola in una serie di fasi. In particolare, quest'ultima inizia con l'intercettazione dei clienti, che può consistere in una richiesta di preventivo, in caso di clienti privati, o nella ricerca di appalti pubblici. Successivamente, la Società si occupa della raccolta dettagliata delle informazioni, finalizzata a cogliere in modo specifico le esigenze dei clienti, e svolge un'attenta analisi fattuale volta a predisporre un progetto altamente customizzato. Infine, l'attività commerciale si conclude con la ricezione dell'esito delle gare di appalto.

## CHART 11 – COMMERCIAL ACTIVITY



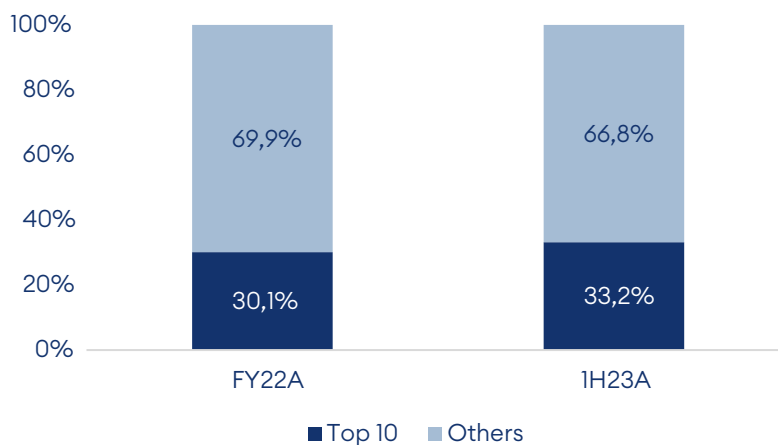
Source: Palingeo

### 2.7.2 Fornitori

Osservando la composizione dei fornitori della Società, non si evidenzia una concentrazione rilevante verso le principali controparti né una elevata dipendenza da singoli fornitori.

Il grafico sottostante presenta i dati della concentrazione dei primi 10 fornitori della Società rispettivamente nel FY22A e nel 1H23A. Nello specifico, l'incidenza dei primi 10 fornitori è pari al 30,1% per il FY22A e al 33,2% per il primo semestre del 2023. Palingeo, quindi, presenta un basso grado di dipendenza dai fornitori, anche in ragione del fatto che, come detto in precedenza, spesso le materie prime vengono fornite direttamente dalla società committente. Inoltre, la Società ha instaurato dei rapporti commerciali di lunga data con fornitori esclusivamente nazionali, i quali permettono di avere un approvvigionamento di materie prime *made in Italy* e di alta qualità. Considerata la particolare attività svolta, le principali componenti di costo sono rappresentate dalle materie prime, principalmente cemento e ferro.

CHART 12 – TOP 10 PROVIDERS WEIGHT FY22A AND 1H23A



Source: Palingeo

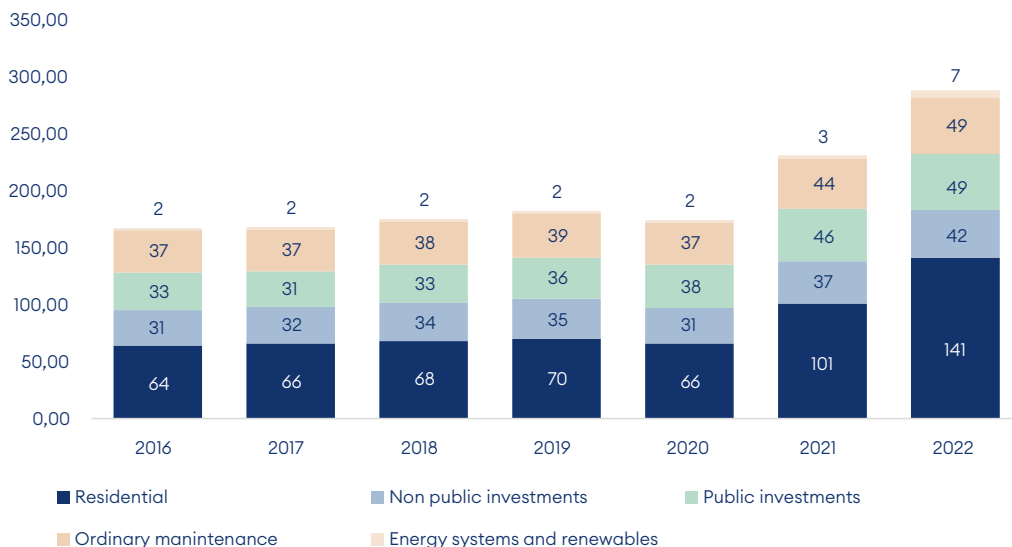
# 3. Il mercato

Palingeo, attraverso la propria attività, opera nel settore dell'ingegneria specialistica e opere speciali e, in particolare, nei settori della geotecnica e della geognostica per la realizzazione di opere edili e infrastrutturali, per il consolidamento di terreni di fondazione o sostegno di fronti di scavo, per la palificazione, le iniezioni e gli scavi.

## 3.1 Il mercato delle costruzioni

Il mercato delle costruzioni in Italia nel 2022 ha registrato un valore della produzione a valori correnti pari a € 288,50 mld, contro i € 230,70 mld del 2021, suddiviso tra nuove costruzioni (48,9%), investimenti pubblici (17,1%) e privati (14,5%), attività di manutenzione ordinaria (17,1%) e investimenti in fonti energetiche rinnovabili (2,4%).

CHART 13 – VALUE OF THE ITALIAN CONSTRUCTION SECTOR, BREAKDOWN BY INDUSTRIES (€/BLN)



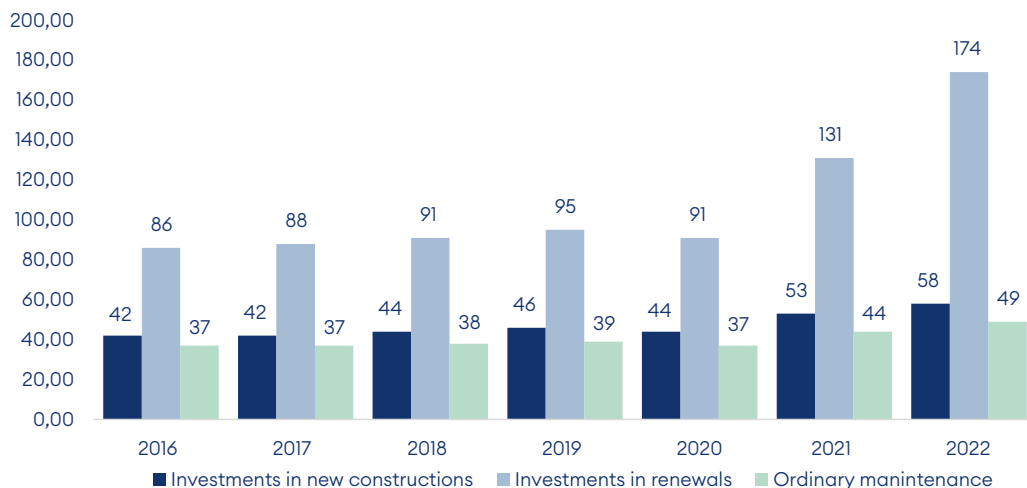
Source: XXXIII Rapporto Congiunturale e previsionale CRESME. Il mercato delle costruzioni 2023, lo scenario di medio periodo 2022-2027.

Palingeo è prevalentemente attiva nel settore degli investimenti non residenziali pubblici e (in misura contenuta) privati. Secondo le previsioni CRESME, il settore non residenziale pubblico registrerà importanti incrementi sia per le nuove costruzioni sia per le attività di

rinnovo.

Analizzando poi il valore del mercato per tipologia di intervento eseguito, il seguente grafico riporta l'evoluzione del valore degli investimenti in nuove costruzioni, manutenzione straordinaria e manutenzione ordinaria sul patrimonio esistente.

CHART 14 – VALUE OF THE CONSTRUCTION SECTOR, BREAKDOWN BY TYPE OF INVESTMENT (€/BLN)



Source: XXXIII Rapporto Congiunturale e previsionale CRESME. Il mercato delle costruzioni 2023, lo scenario di medio periodo 2022-2027.

Il 77,0% dei € 288,50 mld del 2022 è rappresentato dagli investimenti sul patrimonio esistente. Nel 2022 la manutenzione ordinaria del patrimonio edilizio e infrastrutturale esistente vale sul mercato quasi € 50,00 mld. Gli investimenti in manutenzione straordinaria hanno raggiunto nel 2022 un valore pari a € 174,00 mld (rispetto a € 131,00 mld nel 2021, € 91,00 mld nel 2020 e € 95,00 mld nel 2019), spinti in particolare dai bonus edilizi. Tra il 2020 e il 2022 il mercato della manutenzione straordinaria è cresciuto di circa € 83,00 mld. Le nuove costruzioni, residenziali, non residenziali e di genio civile, hanno visto nel 2022 investimenti per circa € 58,00 mld (rispetto ai € 53,00 mld del 2021 ed ai € 44,00 mld del 2020). Le nuove costruzioni rappresentano circa il 20,0% del mercato delle costruzioni in Italia. L'incremento è influenzato dal crescente risparmio delle famiglie, dal desiderio di una casa di proprietà o, ancora, dalla spinta degli investimenti pubblici.



### 3.1.1 Mercato delle costruzioni a livello globale

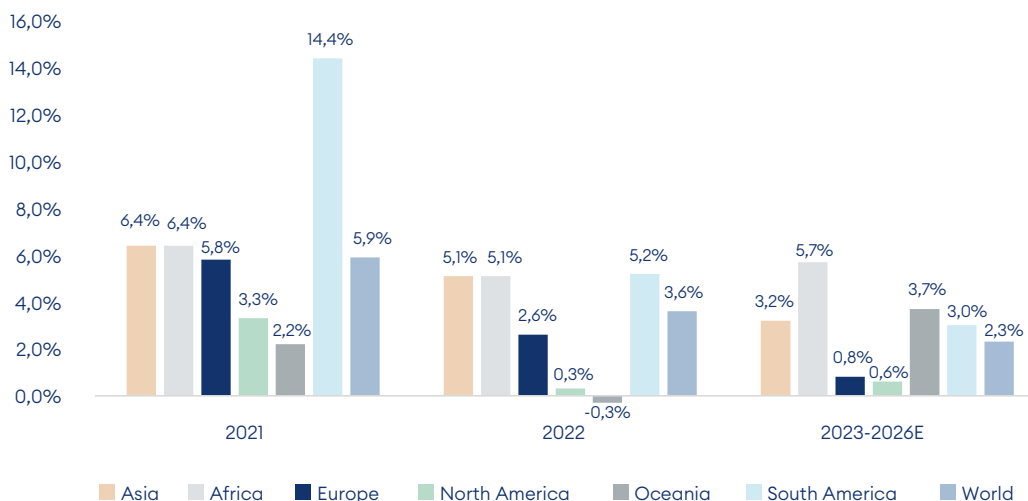
Nel corso del 2022 l'economia globale è stata caratterizzata da un tasso di crescita del 3,2%, a cui il settore delle costruzioni ha contribuito per lo 0,4% (su un totale di 2,8 punti di crescita, dunque circa il 15%). A causa della forte spinta dell'ultimo periodo, si prevede che nei prossimi anni ci sarà una riduzione del tasso di crescita degli investimenti in Europa e Nord America, anche se il settore continuerà comunque a fornire un contributo significativo all'economia.

Nello specifico, il mercato delle costruzioni risulta complessivamente pari a € 10.000,00 mld a fine 2022, segnando una crescita del 3,6% rispetto all'anno precedente. Dal punto di vista geografico, si evidenzia che la Cina è il Paese che contribuisce maggiormente ai nuovi investimenti, col 30,7% del totale, seguita dagli Stati Uniti (13,5%) e dall'India (4,5%). Il contributo di Giappone e Germania si attesta attorno al 4,0%, seguiti da Canada, Italia, UK, Francia e Corea, in cui gli investimenti si attestano poco sopra al 2,0% del totale. Il restante 27,0% circa degli investimenti proviene dagli altri Paesi.

Confrontando i valori attuali con quelli degli scorsi anni, si evidenzia un rallentamento degli investimenti in Nord America. Infatti, negli Stati Uniti il forte arretramento degli investimenti in opere pubbliche e la debolezza del mercato edilizio non residenziale hanno azzerato la crescita settoriale. Inoltre, il mercato immobiliare residenziale del Paese soffre a causa delle forti incertezze dovute alla diffusa opinione secondo cui il settore è notevolmente sopravvalutato e quindi esposto ai rischi di un repentino aggiustamento dei prezzi. Nel continente europeo, invece, il rallentamento è imputabile al conflitto in Ucraina, che ha causato il crollo degli investimenti in Russia e depresso la fiducia di imprese ed investitori.

Nonostante in queste zone, a causa dello scenario macroeconomico e politico, si evidenzia una riduzione della crescita del mercato, a livello globale si attende un *trend* positivo per i prossimi anni, trainato da Asia, Africa e Oceania. Il *trend* positivo sarà imputabile prevalentemente al settore delle opere pubbliche, in particolare alla ripresa del percorso di infrastrutturazione di base, soprattutto nelle economie emergenti.

CHART 15 – ANNUAL GROWTH IN CONSTRUCTION INVESTMENTS BY GEOGRAPHIC AREA



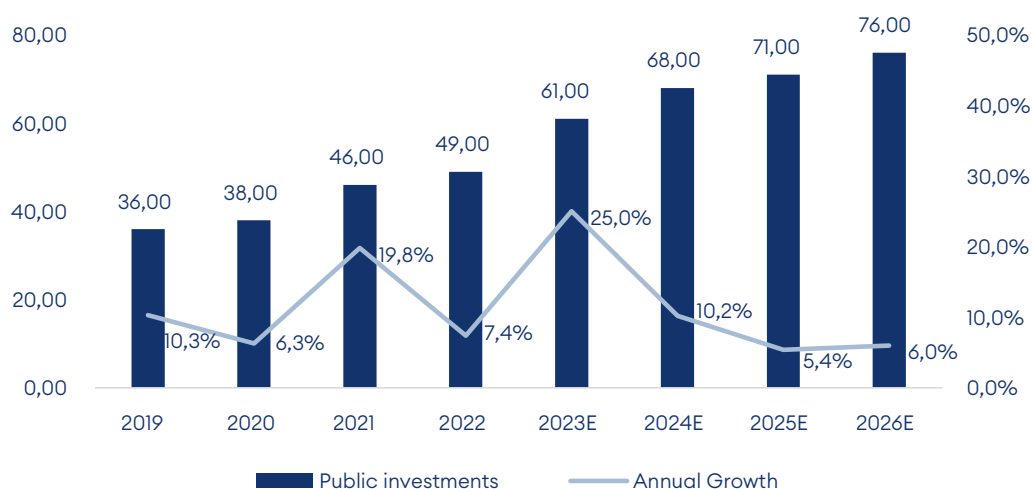
Source: XXXIII Rapporto Congiunturale e previsionale CRESME. Il mercato delle costruzioni 2023, lo scenario di medio periodo 2022-2027.

### 3.1.2 Mercato delle costruzioni nel settore delle opere pubbliche in Italia

Nel corso degli ultimi anni gli investimenti in opere pubbliche sono stati caratterizzati da una discreta crescita, in particolar modo a seguito della pandemia da Covid-19, poiché i governi europei hanno deciso di affidare buona parte della ripresa economica agli investimenti pubblici.

Già prima della pandemia gli investimenti in opere pubbliche del settore pubblico allargato, composto da Amministrazioni Pubbliche e concessionari e altri soggetti privati gestori di opere e servizi di pubblica utilità, avevano subito un notevole incremento. Infatti, nel 2019 la crescita (a prezzi correnti) si attestava al 10,3%. Nei due anni successivi, i più colpiti dalla pandemia, la crescita è stata pari al 6,3% nel 2020 ed al 19,8% nel 2021, anno di svolta per il settore, per poi attestarsi ad un valore complessivo di € 49,20 mld nel 2022 (+7,4% rispetto all'anno precedente), periodo particolarmente influenzato dai diversi shock macroeconomici, come il ritorno ad una politica monetaria restrittiva e lo scoppio della guerra in Ucraina.

CHART 16 – PUBLIC INVESTMENTS IN ITALY (€/BLN)



Source: XXXIII Rapporto Congiunturale e previsionale CRESME. Il mercato delle costruzioni 2023, lo scenario di medio periodo 2022-2027.

Nonostante l'incertezza dello scenario economico attuale, imputabile ai tassi di interesse elevati ed alla considerevole inflazione da costi, nel mercato delle costruzioni si prevede una stabilizzazione degli investimenti al livello corrente, relativo principalmente alla spesa pubblica. Infatti, con l'entrata a regime delle nuove regole per la gestione dell'aumento dei prezzi e con l'accelerazione dei lavori in corso e con l'avvio dei nuovi cantieri del PNRR, si prevede un aumento del 25,0% degli investimenti pubblici entro fine anno 2023, a cui seguirà un ulteriore incremento del 10,2% nel 2024, per poi attestarsi ad una crescita più moderata pari al 5,4% nel 2025 ed al 6,0% nel 2026.

Il PNRR, dunque, si identifica come la principale fonte di crescita degli investimenti in opere pubbliche nel medio-lungo periodo, attraverso le ingenti risorse pubbliche nazionali ed europee messe a disposizione del settore (> € 300,00 mln). Inoltre, nei prossimi anni sono in programma una serie di eventi che sosterranno lo sviluppo del settore, come il Giubileo 2025, le Olimpiadi invernali di Cortina e i Giochi del Mediterraneo di Taranto del 2026.

Le opere pubbliche stanno assumendo rilevanza, attestata negli ultimi anni anche dai valori record dei bandi e delle aggiudicazioni che sono passati dai € 40,00 mld del periodo 2019 – 2021 ad oltre i € 54,00 mld nel 2022.

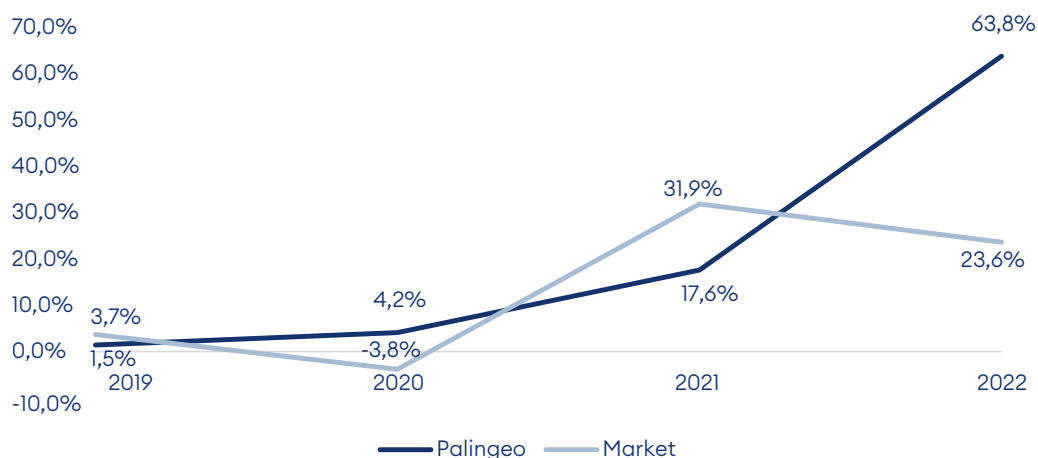
### 3.1.3 Palingeo vs Mercato delle costruzioni in Italia

Nel corso degli anni il fatturato di Palingeo ha segnato un trend positivo, in linea col mercato di riferimento; infatti il valore della produzione è cresciuto costantemente. Tuttavia, la Società si è dimostrata in grado di reagire meglio nei periodi di maggiore difficoltà, come per il 2020, anno segnato dalle restrizioni sui mercati al fine di contrastare la diffusione

degli effetti negativi del Covid-19. In questo periodo, infatti, il mercato ha segnato una flessione del valore della produzione pari al 3,8%, mentre per Palingeo il corrispettivo valore è cresciuto del 4,2%.

Anche nelle fasi di espansione del settore la Società è stata in grado di cogliere al meglio le opportunità offerte dal mercato e dalle riforme politiche. In particolare, nel 2022 ha registrato uno straordinario tasso di crescita del 63,8%, notevolmente superiore rispetto al mercato, che ha comunque riportato una buona crescita del 23,6%. Questo risultato dimostra come, attraverso la sua esperienza ventennale, Palingeo riesca a strutturare in modo ottimale la propria offerta in base alla domanda ed alle opportunità presenti sul mercato: attualmente, infatti, la Società sta sfruttando al meglio la ripresa degli investimenti in opere pubbliche, spinta dal programma di riforma del PNRR, e le ingenti risorse pubbliche nazionali ed europee messe a disposizione del settore delle costruzioni.

CHART 17 - VOP GROWTH: PALINGEO VS MARKET



Source: XXXIII Rapporto Congiunturale e previsionale CRESME. Il mercato delle costruzioni 2023, lo scenario di medio periodo 2022-2027.

## 4. Posizionamento Competitivo

TABLE 3 – MAIN COMPETITORS (2022 DATA)

€/mln	Revenues 2022	VoP 2022	Ebitda 2022	Ebitda % 2022	Net Income 2022	Net Income % 2022	NFP 2022
<b>Company</b>							
Trevi - Fin. Ind. SpA	569,21	588,97	63,85	10,8%	(15,18)	N.M.	251,18
I.CO.P. SpA	86,91	92,03	17,45	19,0%	4,14	4,5%	45,59
Fondamenta SpA	48,83	49,17	8,40	17,1%	4,71	9,6%	(2,76)
SAOS Srl	10,01	10,25	2,90	28,3%	1,89	18,5%	1,72
DVC SpA	95,64	116,83	6,50	5,6%	2,86	2,4%	15,86
<b>Median</b>	<b>86,91</b>	<b>92,03</b>	<b>8,40</b>	<b>17,1%</b>	<b>2,86</b>	<b>4,5%</b>	<b>15,86</b>
<b>Palingeo FY22A</b>	<b>51,02</b>	<b>53,27</b>	<b>7,96</b>	<b>14,9%</b>	<b>3,64</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,66</b>
<b>Palingeo 1H23A</b>	<b>25,74</b>	<b>27,26</b>	<b>4,17</b>	<b>15,3%</b>	<b>1,93</b>	<b>7,1%</b>	<b>8,91</b>

Source: Orbis, elaborazione Integrae SIM

Nella tabella sopra esposta sono riportate le principali società *competitor* di Palingeo che operano sia a livello nazionale che internazionale, sia quotate che non. Si evidenzia come le società indicate si caratterizzano per attività e *business unit* molto differenziate, spaziando dall'attività di ingegneria a quella di produzione di macchinari. Sono state ritenute comparabili e di riferimento limitatamente a quanto concerne il settore di riferimento di Palingeo e, in particolare, il ramo di attività dell'ingegneria specialistica e opere speciali. Nello specifico, i principali *competitor* di Palingeo sono:

- **Trevi – Finanziaria Industriale SpA:** società leader mondiale nell'ingegneria del sottosuolo per fondazioni speciali, scavi di gallerie, consolidamenti del terreno, realizzazione e commercializzazione dei macchinari e delle attrezzature specialistiche del settore. La società è attiva inoltre nella progettazione, produzione e commercializzazione di attrezzature e servizi per opere di fondazioni speciali e consolidamento di terreni;
- **I.CO.P SpA Società Benefit:** impresa di costruzione tra i principali operatori europei nel microtunnel e nelle fondazioni. La specializzazione dell'impresa è l'attività di *microtunnelling*, opere di fondazioni e opere speciali nel sottosuolo come: diaframmi, pali trivellati, pali a elica continua, pali secanti, micropali, lavori di iniezione, viadotti, gallerie. La società si occupa altresì della realizzazione di opere marittime;
- **Fondamenta SpA:** società specializzata in esecuzione di opere di fondazioni

speciali nel terreno, micropali, tiranti, iniezioni, consolidamenti, diaframmi in cemento armato, pali di fondazione, sondaggi, cementi armati e scavi in genere;

- **SAOS Srl:** società operante nel settore delle fondazioni speciali, si occupa di sondaggi geognostici con prove di laboratorio, esplorazione e realizzazione di opere speciali nel sottosuolo, realizzazione di pali trivellati e tiranti e consolidamento dei terreni;
- **DVC – Di Vincenzo Dino & C. SpA:** società operante nel settore dell’edilizia (interventi di recupero e restauro, interventi strutturali di miglioramento e adeguamento sismico, supporto a sviluppi immobiliari in house e da parte di terzi), delle opere idrauliche, delle infrastrutture e delle opere geotecniche e specialistiche. Appartiene al gruppo IGEFI.

Palingeo, quale *player* specializzato nel settore, riesce, rispetto ai propri *competitor*, a proporsi sul mercato dimostrando flessibilità e competitività nel prezzo, nonché offrendo una gamma completa di lavorazioni e servizi complementari. Il team di lavoro Palingeo è in grado di offrire un contributo professionale, tecnico e specialistico accurato, indipendentemente dal taglio dimensionale delle lavorazioni e dalla complessità del progetto. In particolare, Palingeo si è dotata di un Ufficio Tecnico capace e propositivo, in grado di lavorare in modo flessibile e collaborativo con il cliente così da comprenderne gli obiettivi e le richieste e di proporre adattamenti e ottimizzazioni atti a realizzare risparmi e vantaggi a favore dello stesso. La qualità del lavoro svolto dalla Società ha permesso, come conseguenza, una forte capacità di fidelizzazione della clientela nel corso della sua esperienza ultraventennale, garantendo un bacino di oltre 100 clienti, con un indice di ritorno degli stessi che si attesta intorno al 90,0%.

TABLE 4 – COMPETITORS ANALYSIS

Company	TREVI	ICOP	F	SAOS FONDAZIONI SPECIALI	DVC DINOVINCENZO	PALINGEO Prestazioni Integrate Economiche
Specialized building	✓	✓	✓	✓		✓
Full range of productions	✓	✓	✓		✓	✓
Flexibility in satisfying market requests		✓				✓
Competitive sale prices		✓	✓	✓	✓	✓
Complementary services offered						✓

Source: Palingeo

## 4.1 SWOT Analysis

### Strengths:

- Elevato *know-how* tecnico, normativo e regolamentare dato dall'esperienza ultraventennale del management maturata nel settore e delle risorse specializzate della Società;
- Immediata riconoscibilità nel mercato grazie alle capacità dimostrate nel corso degli anni;
- Relazioni di lunga durata con i principali *player* del settore e riconosciuta affidabilità;
- Offerta di una *value chain* integrata e capacità di risolvere tutti i problemi cantieristici di competenza, adattandosi ad ogni imprevisto;
- Rispetto rigoroso delle procedure e attenzione alla sicurezza;
- Personalizzazione dell'offerta rispetto alle richieste del cliente;
- Fornitori specializzati e impiego di materie prime nazionali e di qualità.

### Weaknesses:

- Società operante unicamente sul territorio nazionale, principalmente nel Nord-Italia;
- Struttura organizzativa da adeguare ai ritmi di crescita registrati;
- Ridotta dimensione rispetto ad alcuni *competitor*.

## Opportunities:

- Elevata domanda, stimolata anche dalle misure governative;
- Mercato solido e in crescita, con ingenti risorse pubbliche nazionali ed europee destinate ad opere pubbliche nel breve e nel medio-lungo termine;
- Crescente attenzione alla sostenibilità ambientale.

## Threats:

- Difficoltà a reperire risorse qualificate nel settore;
- Necessità di continuo adeguamento ai cambiamenti legislativi ed ambientali;
- Ingresso nel mercato di operatori poco qualificati attratti dagli effetti economici, legati ad esempio al PNRR.



# 5. Economics & Financials

TABLE 5 – ECONOMICS & FINANCIALS

INCOME STATEMENT (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenues	31,14	51,02	65,30	69,45	72,00	75,15	78,50
Change in WIP and Inventories	(0,02)	(0,40)	1,35	0,10	0,05	0,10	0,10
Other Revenues	1,41	2,66	1,85	1,90	1,95	2,05	2,15
<b>Value of Production</b>	<b>32,53</b>	<b>53,27</b>	<b>68,50</b>	<b>71,45</b>	<b>74,00</b>	<b>77,30</b>	<b>80,75</b>
COGS	11,09	21,58	27,20	28,15	29,25	30,55	31,90
Services	5,49	7,75	9,80	10,10	10,45	10,80	11,15
Use of Asset owned by others	1,72	3,99	3,50	3,50	3,30	3,00	2,85
Employees	9,70	11,09	16,20	17,25	17,85	18,65	19,50
Other operating costs	0,71	0,90	0,75	0,75	0,75	0,80	0,85
<b>EBITDA</b>	<b>3,82</b>	<b>7,96</b>	<b>11,05</b>	<b>11,70</b>	<b>12,40</b>	<b>13,50</b>	<b>14,50</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>11,7%</i>	<i>14,9%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,5%</i>	<i>18,0%</i>
D&A	1,99	2,53	2,85	3,48	3,85	4,35	4,75
<i>of which Provisions &amp; Writedowns</i>	<i>0,08</i>	<i>0,55</i>	<i>0,60</i>	<i>0,65</i>	<i>0,70</i>	<i>0,70</i>	<i>0,75</i>
<b>EBIT</b>	<b>1,83</b>	<b>5,42</b>	<b>8,20</b>	<b>8,23</b>	<b>8,55</b>	<b>9,15</b>	<b>9,75</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>5,6%</i>	<i>10,2%</i>	<i>12,0%</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,8%</i>	<i>12,1%</i>
Financial Management	(0,05)	(0,11)	(0,45)	(0,40)	(0,40)	(0,35)	(0,35)
<b>EBT</b>	<b>1,78</b>	<b>5,32</b>	<b>7,75</b>	<b>7,83</b>	<b>8,15</b>	<b>8,80</b>	<b>9,40</b>
Taxes	0,50	1,68	2,15	2,20	2,25	2,45	2,60
<b>Net Income</b>	<b>1,27</b>	<b>3,64</b>	<b>5,60</b>	<b>5,63</b>	<b>5,90</b>	<b>6,35</b>	<b>6,80</b>

BALANCE SHEET (€/mln)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
<b>Fixed Assets</b>	<b>13,38</b>	<b>14,37</b>	<b>15,50</b>	<b>17,48</b>	<b>17,78</b>	<b>17,68</b>	<b>17,43</b>
Account receivable	17,57	30,51	32,35	34,40	35,65	37,25	38,90
Inventories	0,99	0,70	2,10	2,25	2,35	2,40	2,55
Account payable	9,23	18,31	16,85	18,90	16,70	17,20	16,55
<b>Operating Working Capital</b>	<b>9,33</b>	<b>12,90</b>	<b>17,60</b>	<b>17,75</b>	<b>21,30</b>	<b>22,45</b>	<b>24,90</b>
Other receivable	7,45	5,51	9,75	10,55	10,80	11,20	11,55
Other payable	3,91	4,47	4,95	5,50	5,60	5,75	5,90
<b>Net Working Capital</b>	<b>12,87</b>	<b>13,94</b>	<b>22,40</b>	<b>22,80</b>	<b>26,50</b>	<b>27,90</b>	<b>30,55</b>
Severance Indemnities & Other Provisions	3,54	4,14	4,95	5,70	6,50	7,30	8,15
<b>NET INVESTED CAPITAL</b>	<b>22,72</b>	<b>24,17</b>	<b>32,95</b>	<b>34,58</b>	<b>37,78</b>	<b>38,28</b>	<b>39,83</b>
Share Capital	1,00	1,00	1,00	1,30	1,30	1,30	1,30
Reserves	11,49	12,87	16,40	29,10	34,73	40,63	46,98
Net Income	1,27	3,64	5,60	5,63	5,90	6,35	6,80
<b>Equity</b>	<b>13,77</b>	<b>17,50</b>	<b>23,00</b>	<b>36,03</b>	<b>41,93</b>	<b>48,28</b>	<b>55,08</b>
Cash & Cash Equivalent	0,90	4,15	2,85	12,00	13,40	18,25	23,60
Short Term Financial Debt	4,95	6,41	9,60	8,95	8,95	8,25	8,35
M/L Term Financial Debt	4,90	4,41	3,20	1,60	0,30	0,00	0,00
<b>Net Financial Position</b>	<b>8,95</b>	<b>6,66</b>	<b>9,95</b>	<b>(1,45)</b>	<b>(4,15)</b>	<b>(10,00)</b>	<b>(15,25)</b>
<b>SOURCES</b>	<b>22,72</b>	<b>24,17</b>	<b>32,95</b>	<b>34,58</b>	<b>37,78</b>	<b>38,28</b>	<b>39,83</b>

CASH FLOW (€/mln)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
EBIT	5,42	8,20	8,23	8,55	9,15	9,75
Taxes	1,68	2,15	2,20	2,25	2,45	2,60
<b>NOPAT</b>	<b>3,74</b>	<b>6,05</b>	<b>6,03</b>	<b>6,30</b>	<b>6,70</b>	<b>7,15</b>
D&A	1,98	2,25	2,83	3,15	3,65	4,00
Change in receivable	(12,94)	(1,84)	(2,05)	(1,25)	(1,60)	(1,65)
Change in inventories	0,28	(1,40)	(0,15)	(0,10)	(0,05)	(0,15)
Change in payable	9,08	(1,46)	2,05	(2,20)	0,50	(0,65)
Change in others	2,51	(3,77)	(0,25)	(0,15)	(0,25)	(0,20)
Change in NWC	(1,07)	(8,46)	(0,40)	(3,70)	(1,40)	(2,65)
Change in provisions	0,60	0,81	0,75	0,80	0,80	0,85
<b>OPERATING CASH FLOW</b>	<b>5,26</b>	<b>0,65</b>	<b>9,20</b>	<b>6,55</b>	<b>9,75</b>	<b>9,35</b>
Capex	(2,97)	(3,38)	(4,80)	(3,45)	(3,55)	(3,75)
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>2,29</b>	<b>(2,73)</b>	<b>4,40</b>	<b>3,10</b>	<b>6,20</b>	<b>5,60</b>
Financial Management	(0,11)	(0,45)	(0,40)	(0,40)	(0,35)	(0,35)
Change in Debt to Bank	0,96	1,99	(2,25)	(1,30)	(1,00)	0,10
Change in Equity	0,10	(0,10)	7,40	0,00	0,00	0,00
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY</b>	<b>3,25</b>	<b>(1,30)</b>	<b>9,15</b>	<b>1,40</b>	<b>4,85</b>	<b>5,35</b>

Source: Integrae SIM

## 5.1 FY22A Results

Nel bilancio approvato al 31 dicembre 2022, la Società ha realizzato ricavi per complessivi € 51,02 mln, registrando un incremento pari al 63,8% rispetto all'esercizio precedente (€ 31,14 mln), derivanti principalmente dal notevole aumento di bandi di gara aggiudicati per la realizzazione di opere pubbliche e dall'impulso generato dagli investimenti del PNRR, focalizzati sulle infrastrutture. Il Valore della Produzione, pari a € 53,27 mln, è composto, oltre che dai ricavi di vendita sopra citati e dalla variazione dei lavori in corso su ordinazione, da altri ricavi pari a € 2,66 mln, i quali sono rappresentati da locazioni attive di attrezzature e macchinari strumentali, risarcimenti danni e assicurativi e contributi per beni strumentali.

L'EBITDA si attesta ad un valore pari a € 7,96 mln, in forte crescita rispetto al valore del FY21A, pari a € 3,82 mln. A livello di EBITDA Margin, quest'ultimo è passato dall'11,7% del FY21A al 14,9% dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2022. La crescita del business in termini di fatturato nel corso del FY22A ha comportato, come conseguenza, anche un aumento dei costi operativi, anche se in modo meno che proporzionale. Tra le voci più significative possiamo trovare i COGS con un valore pari a € 21,58 mln, rispetto a € 11,09 mln del FY21A, aumentati sia come conseguenza dell'aumento di ricavi, sia per effetto dell'incremento generalizzato dei prezzi delle materie prime e dei carburanti verificatosi nel corso del 2022. Si evidenzia, inoltre, un costo del personale pari a € 11,09 mln (€ 9,70 mln nel FY21A), che riflette l'ingresso di 30 nuove risorse, necessarie al fine di far fronte all'importante incremento delle commesse aggiudicate nel FY22A e, quindi, dei cantieri da avviare e presidiare. I costi

per servizi, che passano da € 5,49 mln a € 7,75 mln nel FY22A, in ragione del sostanziale incremento delle prestazioni di servizi direttamente correlate al business sia in termini di lavorazioni esternalizzate sia in termini di trasporti e trasferte. Infine, la voce di costi per godimento beni di terzi si attesta a € 3,99 mln, rispetto a € 1,72 mln del FY21A, relativa principalmente a noleggi e leasing di macchinari e attrezzature necessari per lo svolgimento delle attività nei cantieri.

L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni per € 2,53 mln, si attesta a € 5,42 mln (€ 1,83 mln al termine dell'esercizio precedente). Come conseguenza, l'EBIT *Margin* risulta pari al 10,2%, in forte crescita rispetto al 5,6% del FY21A. Nello specifico, la voce di ammortamenti materiali e immateriali, pari a € 1,98 mln, fa riferimento per la parte immateriale al marchio d'impresa rivalutato nel FY21A (€ 0,46 mln) e per la restante parte materiale (€ 1,52 mln) ad ammortamenti di impianti e macchinari strumentali. Il Net Income alla fine del FY22A si attesta a € 3,64 mln, più che raddoppiando il risultato dell'esercizio precedente, pari a € 1,27 mln.

A livello patrimoniale, la NFP risulta in miglioramento rispetto all'esercizio precedente, passando da una posizione di debito pari a € 8,95 mln al 31 dicembre 2021 a una NFP sempre di debito pari a € 6,66 mln al 31 dicembre 2022, principalmente per effetto della crescita del business e della cassa generata dall'incremento delle attività.

## 5.2 1H23A Results

Nel corso del primo semestre del 2023, la Società ha registrato ricavi per € 25,74 mln, in linea con il trend espansivo delineatosi con l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2022. Il Valore della Produzione si attesta a € 27,26 mln.

L'EBITDA al 30 giugno 2023 risulta essere pari a € 4,17 mln, con un corrispondente EBITDA *Margin* del 15,3%. Anche nel corso del 1H23A i costi più rilevanti risultano essere quelli relativi alle materie prime (€ 10,84 mln), ai servizi (€ 3,69 mln) e al personale (€ 6,22 mln). Si specifica che la Società, nel corso dei primi 6 mesi del 2023, ha necessitato l'ingresso di 20 nuove risorse all'interno del proprio organico, a seguito dell'importante incremento delle commesse aggiudicate nel corso del FY22A e del 1H23A.

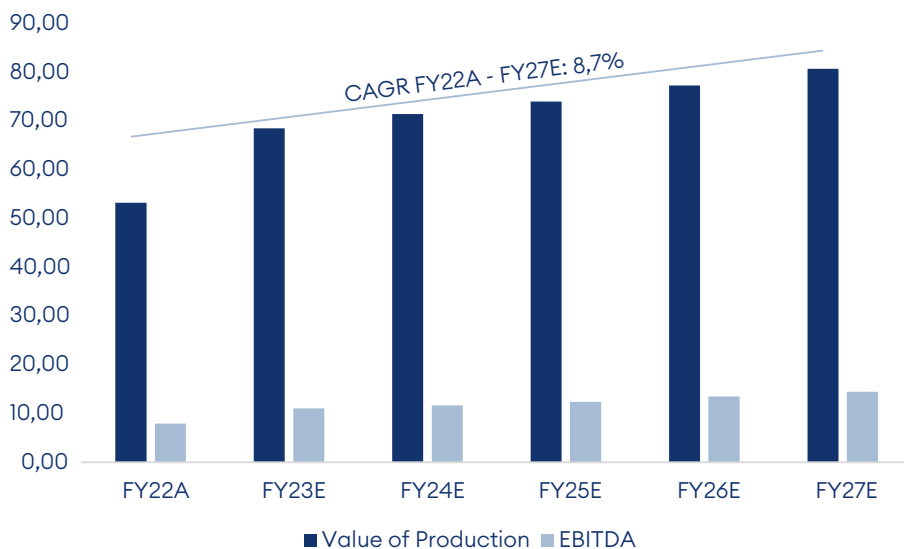
L'EBIT, dopo ammortamenti e svalutazioni pari a € 1,48 mln, risulta essere pari a € 2,69 mln. L'EBIT *Margin* per il 1H23A si attesta pari al 9,9%. Il Net Income al 30 giugno 2023 è pari a € 1,93 mln.

Infine, a livello patrimoniale, la NFP passa da un valore di debito pari a € 6,66 mln nel FY22A a € 8,91 mln nel 1H23A, prevalentemente per un peggioramento a livello di capitale circolante e per effetto degli investimenti effettuati in asset strumentali per il business. Si

specifica che, a livello di circolante, nel primo semestre 2023 quest'ultimo è stato impattato principalmente da un incremento dei crediti commerciali per circa € 1,50 mln, in correlazione con le tempistiche e le modalità (inerenti i crediti per ritenute a garanzia) della fatturazione a SAL, e dalla riduzione per circa € 4,00 mln dei debiti commerciali, causata da una diminuzione dei giorni di pagamento per alcuni fornitori strategici, nonché per l'avanzamento dei cantieri per i quali non è prevista una massiccia fornitura di materiali come tubi o gabbie in ferro (che hanno tipicamente un valore importante nella realizzazione del cantiere), con una conseguente riduzione della posizione debitoria nei confronti dei fornitori.

## 5.3 FY23E – FY27E Estimates

CHART 18 – VOP AND EBITDA FY22A – FY27E

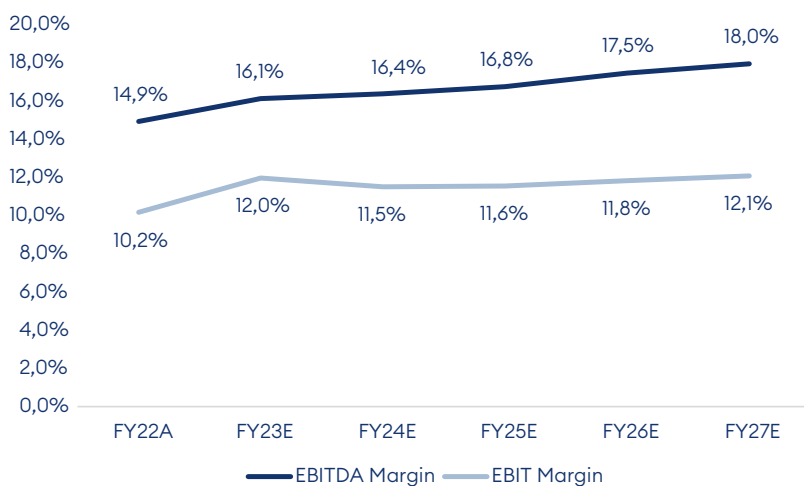


Source: *Integrae SIM*

Per i prossimi anni, ci aspettiamo un incremento del valore della produzione che, secondo le nostre stime, passerà da € 53,27 mln dell'esercizio FY22A a € 80,75 mln del FY27E, con un CAGR FY22A-FY27E dell'8,7%. La crescita organica sarà dovuta principalmente all'aggiudicazione di nuove commesse per la realizzazione di infrastrutture pubbliche nel corso degli anni, trainata prevalentemente dal programma di riforme del PNRR per accelerare la transizione ecologica e digitale e, soprattutto, dalle ingenti risorse pubbliche nazionali ed europee messe a disposizione del settore, destinate primariamente al finanziamento degli interventi inseriti nel PNRR, alle opere commissariate dal Decreto "Sbloccacantieri", agli interventi del Giubileo 2025, delle Olimpiadi invernali di Cortina e dei Giochi del Mediterraneo di Taranto del 2026. Ulteriori nuovi investimenti potrebbero arrivare dai grandi progetti volti a produrre energie rinnovabili.

La durata media delle commesse di Palingeo (da 1 a 3 anni), permette di avere una visibilità totale sui ricavi del FY23E, parziale per l'esercizio FY24E e residuale per l'esercizio FY25E. Per la quota di ricavi non stimati attraverso l'utilizzo del *backlog* della Società al 30 giugno 2023, abbiamo considerato un incremento di questi ultimi basandoci sui dati relativi alla crescita prevista dal solo settore pubblico, contenuti nel XXXIII Rapporto Congiunturale e previsionale del CRESME, ponderata rispetto alla percentuale di commesse pubbliche storicamente acquisite dalla Società sul totale delle commesse.

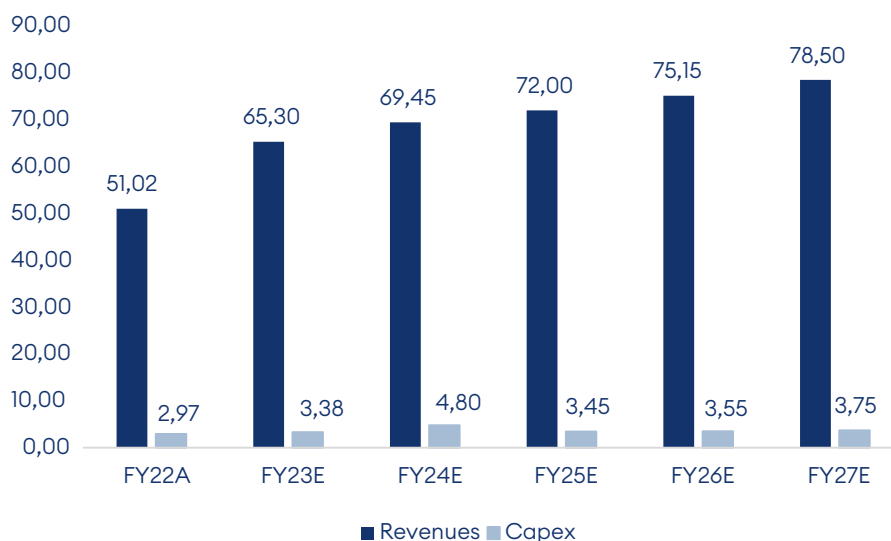
CHART 19 – EBITDA AND EBIT MARGIN FY22A – FY27E



Source: *Integrae SIM*

Allo stesso modo, ci aspettiamo un incremento dell'EBITDA che, secondo le nostre stime, passerà da € 7,96 mln del FY22A a € 14,50 mln del FY27E. Crediamo che Palingeo possa essere in grado di migliorare la propria marginalità, oltre che per la crescita del *business* dovuta ai motivi sopra indicati, anche grazie ad un progressivo efficientamento dei costi operativi nel corso degli anni. Stimiamo che quest'efficienza possa essere generata anche dall'utilizzo di nuovi macchinari e attrezzature con tecnologia 4.0, permettendo il controllo delle manutenzioni ordinarie, dell'efficienza della macchina e della produzione in remoto. Questo consentirà un progressivo efficientamento del processo produttivo. Inoltre, stimiamo che la Società diminuirà l'incidenza dei costi per godimento beni di terzi, relativi alla scadenza di alcuni contratti di *leasing* finanziario e operativo che non saranno rinnovati, a beneficio dell'investimento diretto in attrezzature e macchinari necessari per lo sviluppo dei cantieri.

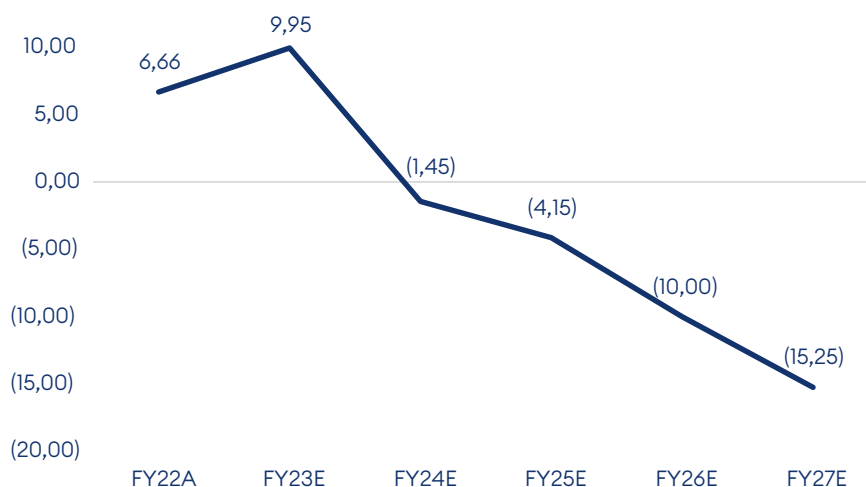
CHART 20 – REVENUES AND CAPEX FY22A – FY27E



Source: Integrae SIM

A livello di Capex, crediamo che la Società continuerà a perseguire i propri obiettivi di investimento. In particolare, prevediamo che la Società necessiterà di maggiori acquisti di macchinari e attrezzature al crescere del volume di attività. Infine, stimiamo che gli investimenti saranno rivolti all’acquisizione di macchinari integrati con tecnologie di Industria 4.0, che consentiranno la gestione e il controllo di tutti i processi operativi industriali, attraverso un’interazione automatica anche con la linea produttiva.

CHART 21 – NET FINANCIAL POSITION FY22A – FY27E



Source: Integrae SIM

Secondo le nostre stime, la Società sarà in grado di sostenere la propria crescita grazie

ai proventi derivanti dall'IPO e ai flussi di cassa generati, pertanto non si prevede che si faccia ricorso all'indebitamento per finanziare la variazione di capitale circolante o gli investimenti previsti. I debiti finanziari a medio-lungo termine ad oggi in essere andranno gradualmente ad estinguersi, in corrispondenza di un incremento costante delle disponibilità liquide. Ci aspettiamo quindi un miglioramento progressivo della NFP, che passerà dal valore di € 6,66 mln del FY22A al valore *cash positive* del FY27E pari a € 15,25 mln.

## 5.4 Use of Proceeds

La Società ha finalizzato la quotazione sul mercato Euronext Growth Milan al fine di reperire risorse finalizzate alla prosecuzione del proprio percorso di crescita. In particolare, Palingeo ha pianificato come obiettivi post raccolta sia strategie mirate al consolidamento della propria posizione competitiva mediante l'aggiudicazione di nuove commesse, sia di valutare una crescita per linee esterne attraverso operazioni di finanza straordinaria volte ad acquisire *open innovation*.

Nel dettaglio, la Società prevede di destinare la raccolta:

- all'apertura di nuove unità locali (al pari di quanto fatto per quella nel mese di settembre), consentendo quindi l'acquisizione di nuove commesse su tutto il territorio nazionale, al fine di consolidare il presidio territoriale della Società, anche attraverso l'impiego di maestranze locali, da formare e specializzare secondo elevati standard qualitativi;
- all'ampliamento e alla modernizzazione del parco macchine, nonché all'integrazione delle stesse con le tecnologie di Industria 4.0, che consentono la gestione e il controllo di tutti i processi operativi industriali, attraverso un'interazione automatica anche con la linea produttiva;
- all'assunzione di personale tecnico-gestionale altamente specializzato;
- alla formazione continua del personale secondo elevati standard, con l'obiettivo di garantire competenze sempre aggiornate e di migliorare il livello di qualificazione professionale, tecnico e specialistico;
- alla crescita per linee esterne, mirando ad entrare nei settori che le consentano di acquisire *open innovation*, con particolare riferimento a processi, sicurezza sul lavoro e innovazione del parco macchine.

# 6. Valuation

Abbiamo condotto la valutazione dell'equity range di Palingeo sulla base della metodologia DCF e dei multipli di un campione di società comparabili.

## 6.1 DCF Method

TABLE 6 – WACC

WACC			8,85%
D/E 33,33%	Risk Free Rate 3,04%	$\beta$ Adjusted 0,68	$\alpha$ (specific risk) 2,50%
$K_d$ 4,00%	Market Premium 7,81%	$\beta$ Relevered 0,84	$K_e$ 10,84%

Source: Integrae SIM

In particolare:

- Il Risk-Free Rate è rappresentato dal Rendistato di Gennaio 2024 con scadenza compresa tra i 3 anni e 7 mesi e 4 anni e 6 mesi;
- Il Market Premium coincide con il premio per il rischio del mercato italiano calcolato dal Professor A. Damodaran;
- D/E è calcolato in base alle stime di Integrae SIM;
- $K_e$  è stato calcolato tramite CAPM;
- Alfa, ovvero rischio specifico aggiuntivo, tipico degli investimenti azionari in imprese caratterizzate da ridotte dimensioni operative. Trattandosi di piccole dimensioni, lo small cap risk addizionale è stato assunto pari al 2.5%, valore medio tra quelli suggeriti dai principali studi in materia (Massari Zanetti, Valutazione Finanziaria, McGraw-Hill, 2004, pag. 145, A. Damodaran, Cost of Equity and Small Cap Premium in Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets, III edizione 2012, Guatri Bini, Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende, 2009 pag. 236);



- Il Beta è calcolato partendo dal Beta unlevered a 5 anni dei *competitor*;
- Kd coincide con l'attuale costo del debito della Società.

Utilizzando questi dati, risulta un WACC di 8,85%.

TABLE 7 – DCF VALUATION

DCF		% of EV
FCFO actualized	15,3	21%
TV actualized DCF	56,9	79%
<b>Enterprise Value</b>	<b>72,2</b>	<b>100%</b>
NFP (FY24E)	(1,5)	
<b>Equity Value</b>	<b>73,6</b>	

Source: *Integrae SIM*

Con i dati di cui sopra e prendendo come riferimento le nostre stime ed *assumption*, ne risulta un **equity value di € 73,6 mln.**

TABLE 8 – EQUITY VALUE – SENSITIVITY ANALYSIS

€/mln	Growth Rate (g)	WACC						
		7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%
	3,0%	118,1	106,0	96,3	88,2	81,4	75,7	70,7
	2,5%	107,6	97,7	89,5	82,6	76,7	71,7	67,3
	2,0%	99,1	90,8	83,7	77,8	72,6	68,2	64,3
	1,5%	92,1	84,9	78,9	73,6	69,1	65,1	61,6
	1,0%	86,2	80,0	74,6	70,0	65,9	62,4	59,2
	0,5%	81,1	75,7	71,0	66,8	63,2	59,9	57,0
	0,0%	76,7	71,9	67,7	64,0	60,7	57,7	55,1

Source: *Integrae SIM*

## 6.2 Multiples Method

### 6.2.1 Composizione del panel

- **AF Gruppen ASA Inc**

AF Gruppen è una società con sede in Norvegia operante nel settore edile. Le attività sono suddivise in cinque aree di business: Ingegneria civile, che fornisce Servizi di ingegneria civile in Norvegia a clienti come enti pubblici e grandi società industriali; Edilizia, che esegue lavori edili per clienti pubblici e privati nonché lavori di ristrutturazione in edifici residenziali e commerciali; Proprietà, impegnata nella identificazione, acquisizione, sviluppo, vendita e realizzazione di progetti di edilizia residenziale e non residenziale; Ambiente, tra cui demolizione onshore e offshore e Servizi di risanamento ambientale ed Energia che fornisce soluzioni tecniche per i settori edilizia, industria, navale e offshore. Opera in Norvegia, Svezia, Polonia e Cina.

- **Peab AB**

Peab è una società con sede in Svezia attiva nel settore dell'ingegneria civile e dell'edilizia. Le attività della società si articolano in quattro aree di business. L'area di business Costruzioni è focalizzata sulla costruzione degli alloggiamenti per i clienti esterni e sugli sviluppi degli alloggiamenti di proprietà della società. L'area di business Sviluppo Immobiliare si concentra sull'acquisizione, lo sviluppo e la cessione di immobili commerciali e di immobili in affitto nella regione nordica. L'area di business Ingegneria Civile gestisce le commissioni, come la costruzione di progetti di infrastrutture e d'ingegneria civile. Fornisce inoltre la gestione e la manutenzione di strade e strutture comunali. I suoi clienti includono le amministrazioni stradali e ferroviarie nazionali, i comuni e le imprese locali. L'area di business Industria è focalizzata sui mercati nordici dell'edilizia e dell'ingegneria civile. I suoi clienti sono principalmente società nordiche di costruzioni e d'ingegneria civile.

- **Mota-Engil SGPS SA**

Mota-Engil SGPS SA è un gruppo portoghese che fornisce servizi di costruzione e gestione delle infrastrutture in Europa, Africa e America Latina. L'azienda fornisce una serie di servizi, tra cui l'elaborazione di progetti edilizi e infrastrutturali, relativi ad aeroporti, ferrovie, impianti idraulici, porti, strade e strutture urbane; progetti agricoli e industriali, edilizia pubblica e privata, oltre a fornire servizi di riabilitazione degli edifici. L'azienda è stata fondata nel 1946 e ha sede a Porto, in Portogallo.

- **Trevi Finanziaria Industriale SpA**

Trevi Finanziaria Industriale SpA opera nel campo dell'ingegneria del suolo. L'azienda realizza fondazioni speciali e opere di consolidamento del terreno per grandi progetti infra-

strutturali, nonché di recupero di siti inquinati. Inoltre progetta, produce e commercializza macchinari, sistemi e servizi per l'ingegneria sotterranea. L'azienda è stata fondata nel 1957 e ha sede a Cesena, Italia.

- **Fluor Corporation**

Fluor Corporation è una società americana che fornisce servizi di ingegneria, approvvigionamento e costruzione (EPC), fabbricazione e modularizzazione, funzionamento e manutenzione, integrità patrimoniale e servizi di gestione dei progetti in tutto il mondo. Opera attraverso quattro segmenti: Energy Solutions, Urban Solutions, Mission Solutions e Altro. In particolare, il segmento Urban Solutions offre servizi EPC e di gestione dei progetti, nei settori delle infrastrutture, tecnologie avanzate, scienze della vita e industrie minerarie e dei metalli. Inoltre, fornisce anche servizi di staffing all'azienda e a clienti terzi con risorse tecniche, professionali e artigianali con contratto o inserimento a tempo indeterminato. L'azienda è stata fondata nel 1912 e ha sede a Irving, Texas.

TABLE 9 – COMPARABLES MARKET DATA FY22A (€/MLN)

Company	Country	Market Cap	EV	NFP	EV/ EBITDA	P/E	NFP/ EBITDA
AF Gruppen ASA	Norway	999,00	1.059,97	60,97	5,9 x	10,9 x	0,3 x
Peab AB	Sweden	1.106,00	2.737,12	1.631,12	7,5 x	6,8 x	4,4 x
Mota-Engil SGPS SA	Portugal	1.003,16	2.068,62	1.065,46	3,7 x	24,6 x	1,9 x
Trevi Finanziaria Ind. SpA	Italy	80,08	331,26	251,18	5,2 x	n.m.	3,9 x
Fluor Corp.	USA	6.011,33	4.627,48	(1.383,85)	25,9 x	60,7 x	n/a
<b>Peer Median</b>		<b>1.003,16</b>	<b>2.068,62</b>	<b>251,18</b>	<b>11,5 x</b>	<b>11,0 x</b>	<b>2,9x</b>
<b>Palingeo</b>	<b>Italy</b>	<b>34,22</b>	<b>40,88</b>	<b>6,66</b>	<b>5,1 x</b>	<b>9,4 x</b>	<b>0,8x</b>

Source: InFinancials

TABLE 10 – COMPARABLES FINANCIAL HIGHLIGHTS FY22A (€/MLN)

Company	VoP	EBITDA	EBIT	Net Profit	EBITDA Margin	EBIT Margin	Net Profit Margin
AF Gruppen ASA	2.972,67	179,19	128,89	91,26	6,0%	4,3%	3,1%
Peab AB	5.520,36	366,73	229,10	163,31	6,6%	4,2%	3,0%
Mota-Engil SGPS SA	4.392,45	557,26	262,40	40,73	12,7%	6,0%	0,9%
Trevi Finanziaria Ind. SpA	588,97	63,85	20,13	(15,18)	10,8%	3,4%	n.m.
Fluor Corp.	12.842,46	178,47	149,51	99,05	1,4%	1,2%	0,8%
<b>Peer Median</b>	<b>4.392,45</b>	<b>179,19</b>	<b>149,51</b>	<b>91,26</b>	<b>6,6%</b>	<b>4,2%</b>	<b>1,9%</b>
<b>Palingeo</b>	<b>53,27</b>	<b>7,96</b>	<b>5,42</b>	<b>3,64</b>	<b>14,9%</b>	<b>10,2%</b>	<b>6,8%</b>

Source: InFinancials

## 6.2.2 Multiples Method

TABLE 11 – MARKET MULTIPLES

Company Name	EV/EBITDA				EV/EBIT				P/E			
	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
AF Gruppen ASA	6,7 x	6,1 x	5,7 x	6,4 x	15,8 x	10,6 x	9,8 x	8,8 x	23,6 x	15,8 x	14,8 x	13,2 x
Peab AB	10,3 x	9,3 x	8,8 x	7,9 x	18,9 x	20,3 x	16,1 x	12,2 x	11,7 x	16,7 x	11,3 x	8,0 x
Mota-Engil SA	4,0 x	3,8 x	3,6 x	3,4 x	7,4 x	6,3 x	6,0 x	5,6 x	24,3 x	18,3 x	13,5 x	11,0 x
Trevi Fin. Ind. SpA	4,1 x	3,7 x	3,4 x	3,3 x	7,7 x	7,9 x	6,5 x	5,1 x	22,6 x	11,3 x	9,7 x	7,7 x
Fluor Corp.	14,5 x	8,9 x	7,6 x	8,6 x	18,5 x	10,8 x	10,0 x	10,3 x	16,0 x	14,6 x	13,3 x	13,1 x
<b>Peer median</b>	<b>6,7 x</b>	<b>6,1 x</b>	<b>5,7 x</b>	<b>6,4 x</b>	<b>15,8 x</b>	<b>10,6 x</b>	<b>9,8 x</b>	<b>8,8 x</b>	<b>22,6 x</b>	<b>15,8 x</b>	<b>13,3 x</b>	<b>11,0 x</b>

Source: InFinancials

TABLE 12 – MARKET MULTIPLES VALUATION

€/mln	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Enterprise Value (EV)</b>				
EV/EBITDA	73,6	71,6	70,8	85,9
EV/EBIT	129,2	87,3	83,8	80,3
P/E	126,6	89,0	78,3	69,8
<b>Enterprise Value post discount</b>				
EV/EBITDA	55,2	53,7	53,1	64,4
EV/EBIT	96,9	65,5	62,8	60,2
P/E	94,9	66,8	58,7	52,3
<b>Equity Value</b>				
EV/EBITDA	45,2	55,2	57,3	74,4
EV/EBIT	86,9	66,9	67,0	70,2
P/E	94,9	66,8	58,7	52,3
<b>Average</b>	<b>75,7</b>	<b>62,9</b>	<b>61,0</b>	<b>65,6</b>

Source: Integrae SIM

L'equity value di Palingeo è stato calcolato utilizzando la media tra i market multiple EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Al fine di includere nel prezzo anche la minore liquidità che presumibilmente caratterizzerà il titolo Palingeo rispetto ai suoi comparabile, abbiamo applicato uno sconto del 25,0%: ne risulta quindi un **equity value di € 66,3 mln.**

# 7. Equity Value

TABLE 13 – EQUITY VALUE

Equity Value (€/mln)	70,0
Equity Value DCF (€/mln)	73,6
Equity Value Multiples (€/mln)	66,3
<b>Target Price (€)</b>	<b>10,80</b>

Source: Integrae SIM

Di conseguenza, osservando i valori ottenuti con il metodo del DCF e quelli ricavati con il metodo dei multipli, si perviene ad un equity value medio pari a € 70,0 mln. **Il target price pertanto è pari a € 10,80, rating BUY e risk MEDIUM.**

TABLE 14 – IMPLIED SENSITIVITY ANALYSIS

Equity Value (€/mln)	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
55,0	4,8x	4,6x	4,3x	6,5x	6,5x	6,3x	9,8x	9,8x	9,3x
60,0	5,3x	5,0x	4,7x	7,1x	7,1x	6,8x	10,7x	10,7x	10,2x
65,0	5,7x	5,4x	5,1x	7,7x	7,7x	7,4x	11,6x	11,6x	11,0x
70,0	6,2x	5,9x	5,5x	8,4x	8,3x	8,0x	12,5x	12,4x	11,9x
75,0	6,7x	6,3x	5,9x	9,0x	8,9x	8,6x	13,4x	13,3x	12,7x
80,0	7,1x	6,7x	6,3x	9,6x	9,5x	9,2x	14,3x	14,2x	13,6x
85,0	7,6x	7,1x	6,7x	10,2x	10,2x	9,8x	15,2x	15,1x	14,4x

Source: Integrae SIM

## Disclosure Pursuant to Delegated Regulation UE n. 2016/958

### Analyst/s certification

The analyst(s) which has/have produced the following analyses hereby certifies/certify that the opinions expressed herein reflect their own opinions, and that no direct and/or indirect remuneration has been, nor shall be received by the analyst(s) as a result of the above opinions or shall be correlated to the success of investment banking operations. Neither the analysts nor any of their relatives hold administration, management or advising roles for the Issuer. Mattia Petracca is Integrae SIM's current Head of Research. Giuseppe Riviello, Alessandro Colombo, Edoardo Luigi Pezzella, Alessandro Elia Stringa and Alessia Di Florio are the current financial analysts.

### Disclaimer

This publication was produced by INTEGRAE SIM SpA. INTEGRAE SIM SpA is licensed to provide investment services pursuant to Italian Legislative Decree n. 58/1998, released by Consob, with Resolution n. 17725 of March 29th 2011.

INTEGRAE SIM SpA performs the role of corporate broker for the financial instruments issued by the company covered in this report.

INTEGRAE SIM SpA is distributing this report in Italian and in English, starting from the date indicated on the document, to approximately 300 qualified institutional investors by post and/or via electronic media, and to non-qualified investors through the Borsa Italiana website and through the leading press agencies.

Unless otherwise indicated, the prices of the financial instruments shown in this report are the prices referring to the day prior to publication of the report. INTEGRAE SIM SpA will continue to cover this share on a continuing basis, according to a schedule which depends on the circumstances considered important (corporate events, changes in recommendations, etc.), or useful to its role as specialist.

The information and opinions contained herein are based on sources considered reliable. INTEGRAE SIM SpA also declares that it takes all reasonable steps to ensure the correctness of the sources considered reliable; however, INTEGRAE SIM SpA shall not be directly and/or indirectly held liable for the correctness or completeness of said sources.

The most commonly used sources are the periodic publications of the company (financial statements and consolidated financial statements, interim and quarterly reports, press releases and periodic presentations). INTEGRAE SIM SpA also makes use of instruments provided by several service companies (Bloomberg, Reuters, JCF), daily newspapers and press in general, both national and international. INTEGRAE SIM SpA generally submits a draft of the analysis to the Investor Relator Department of the company being analyzed, exclusively for the purpose of verifying the correctness of the information contained therein, not the correctness of the assessment. INTEGRAE SIM SpA has adopted internal procedures able to assure the independence of its financial analysts and that establish appropriate rules of conduct for them. Integrae SIM S.p.A. has formalized a set of principles and procedures for dealing with conflicts of interest. The Conflicts Management Policy is clearly explained in the relevant section of Integrae SIM's web site ([www.integraesim.it](http://www.integraesim.it)). This document is provided for information purposes only. Therefore, it does not constitute a contractual proposal, offer and/or solicitation to purchase and/or sell financial instruments or, in general, solicitation of investment, nor does it constitute advice regarding financial instruments. INTEGRAE SIM SpA does not provide any guarantee that any of the forecasts and/or estimates contained herein will be reached. The information and/or opinions contained herein may change without any consequent obligation of INTEGRAE SIM SpA to communicate such changes. Therefore, neither INTEGRAE SIM SpA, nor its directors, employees or contractors, may be held liable (due to negligence or other causes) for damages deriving from the use of this document or the contents thereof. Thus, Integrae SIM does not guarantee any specific result as regards the information contained in the present publication, and accepts no responsibility or liability for the outcome of the transactions recommended therein or for the results produced by such transactions. Each and every investment/divestiture decision is the sole responsibility of the party receiving the advice and recommendations, who is free to decide whether or not to implement them. Therefore, Integrae SIM and/or the author of the present publication cannot in any way be held liable for any losses, damage or lower earnings that the party using the publication might suffer following execution of transactions on the basis of the information and/or recommendations contained therein.

This document is intended for distribution only to professional clients and qualified counterparties as defined in Consob Regulation no. 20307/2018, as subsequently amended and supplemented, either as a printed document and/or in electronic form.

### Rating system (long term horizon: 12 months)

The BUY, HOLD and SELL ratings are based on the expected total return (ETR – absolute performance in the 12 months following the publication of the analysis, including the ordinary dividend paid by the company), and the risk associated to the share analyzed. The degree of risk is based on the liquidity and volatility of the share, and on the rating provided by the analyst and contained in the report. Due to daily fluctuations in share prices, the expected total return may temporarily fall outside the proposed range

Equity Total Return (ETR) for different risk categories			
Rating	Low Risk	Medium Risk	High Risk
BUY	ETR >= 7.5%	ETR >= 10%	ETR >= 15%
HOLD	-5% < ETR < 7.5%	-5% < ETR < 10%	0% < ETR < 15%
SELL	ETR <= -5%	ETR <= -5%	ETR <= 0%
U.R.	Rating e/o target price Under Review		
N.R.	Stock Not Rated		

#### Valuation methodologies (long term horizon: 12 months)

The methods that INTEGRÆ SIM SpA prefers to use for value the company under analysis are those which are generally used, such as the market multiples method which compares average multiples (P/E, EV/EBITDA, and other) of similar shares and/or sectors, and the traditional financial methods (RIM, DCF, DDM, EVA etc). For financial securities (banks and insurance companies) Integrae SIM SpA tends to use methods based on comparison of the ROE and the cost of capital (embedded value for insurance companies).

The estimates and opinions expressed in the publication may be subject to change without notice. Any copying and/or redistribution, in full or in part, directly or indirectly, of this document are prohibited, unless expressly authorized.

At the time of publication of the document, Integrae SIM owns 0,86% of the Company's share capital, deriving from the activity of specialists.

#### Conflict of interest

In order to disclose its possible interest conflict Integrae SIM states that:

- It operates or has operated in the past 12 months as the entity responsible for carrying out the activities of Euronext Growth Advisor of Palingeo S.p.A.;
- It plays, or has played in the last 12 months, role of specialist financial instruments issued by Palingeo S.p.A.;
- In the IPO phase, Integrae SIM played the role of global coordinator.