



FPN

Foncière à actif unique / France

L'actionnaire de référence assurera la continuité d'exploitation en 2020

Publication Res./CA - 05/08/2020

Dans un communiqué tardif, FPN a annoncé ses résultats 2019. Les négociations se poursuivent avec de potentiels acquéreurs de l'ensemble foncier détenu par la Société au Blanc-Mesnil. Les litiges se résolvent progressivement, mais les principaux demeurent. L'actionnaire de référence FIPP (Groupe Duménil) a annoncé qu'il financerait l'exploitation de FPN jusque fin 2020.

Actualité

- Le Résultat Net s'établit à €-3.7m vs. €-3.1m estimés.
- Dans le litige opposant la Société à Vinohrady, un protocole transactionnel a été signé au H1 20 avec pour conséquence un élément négatif exceptionnel (non provisionné) de €0.7m sur FY 19. La moitié de cette somme sera payable à la cession de l'ensemble foncier. Ce litige explique la différence entre notre estimation et le résultat annuel 2019.
- Une autre procédure (€0.6m) devrait être tranchée en 2021: la Cour de Cassation examinera le dossier en Novembre 2020.
- La procédure concernant €9.5m de taxes foncières est, elle, toujours ouverte.
- FPN a remboursé ses banques en totalité en 2019: FIPP a injecté les fonds suffisants.
- Les négociations concernant la cession de l'ensemble du Blanc-Mesnil sont toujours en cours. A cet instant: aucune transaction n'a été signée.
- Un certain nombre d'éléments demeurent indisponibles: comptes 2019 complets et rapport annuel 2019 (incluant un point sur le compte courant d'actionnaire de FIPP), rapport et comptes S1 20.

Analyse

Litiges

L'essentiel des litiges, en nombre, semble désormais en voie de réduction ne procurant cependant pas encore de vraie bonne nouvelle dans la mesure où FPN a perdu son procès contre Vinohrady. Ce règlement intervient après la demande de liquider FPN faite par Vinohrady au S1 20, demande qui a poussé les parties à s'entendre et à clore le sujet.

Les éléments liés à ces procédures n'avaient pas été entièrement provisionnés en 2018, mais nous en avons tenu compte dans notre processus de valorisation. Pour ce qui reste des procédures annexes, FPN devra sans doute régler €0.6m à Lacaton & Vassal en 2021.

Le coeur du sujet demeure: les taxes foncières. La position de l'Administration fiscale française restera décisive dans l'appréciation de la valeur du dossier. Le retard de paiement de FPN représente €10m alors que sa capitalisation boursière est de l'ordre de €3m. Pour rappel, le Trésor est un créancier privilégié, devant les actionnaires. Il bénéficie d'une garantie réelle sur les biens du Blanc-Mesnil via une hypothèque en premier rang.

Financement



Christian AUZANNEAU
property@alphavalue.eu
+33 (0) 1 70 61 10 50
cs.alphavalue.com

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-matériel mineur tel que défini par MIFID2

Achat	Potentiel: 92,4 %
Cours objectif à 6 mois	0,06 €
Cours	0,03 €
Cap. boursière M€	3,35
Momentum du cours	BON
Extrême 12 mois	0,02 ▶ 0,03
Bloomberg	FPN FP Equity
Reuters	FPN.PA



[Téléchargez l'analyse complète](#) [Page valeur](#)



Performance	1s	1m	3m	12m
Foncière Paris Nord	-4,92 %	-9,38 %	7,41 %	-1,36 %
Immobilier	1,53 %	-1,46 %	10,8 %	-11,1 %
STOXX 600	-1,17 %	-0,56 %	10,6 %	-3,90 %

Dernière maj : 09/07/2020	12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
PER ajusté (x)	-5,61	-4,90	-3,08	-8,85
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-9,39	-10,8	-12,0	-36,1
BPA ajusté (€)	-0,01	-0,01	-0,01	0,00
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (k€)	10,0	0,00	0,00	0,00
Marge d'EBIT (%)	ns	ns	ns	ns
Résultat net pdg (k€)	-3 140	13 333	2 700	-800
ROE (après impôts) (%)	24,0	-185	-319	33,4
Taux d'endettement (%)		7 236		

[Valorisation](#) - [Comptes](#)

Les comptes du S1 20 ne sont pas encore disponibles. FIPP (groupe Duménil, contrôlant 100% du Conseil d'administration de FPN) a cependant estimé le *cash burn* à environ €0.3m au H2 20 (*cash burn* H1 20 non disponible). FIPP apportera la liquidité nécessaire au fonctionnement de FPN jusque fin 2020 en accroissant son compte courant d'actionnaire. Ce dernier pourrait dépasser €15m d'ici fin 2020. Bien que le bilan demeurerait très déséquilibré, la poursuite d'exploitation de FPN semble assurée pour les six prochains mois.

Les fonds propres consolidés sont négatifs de €8m à fin 2019 vs. notre estimation de €-14m, en raison d'une modification de méthode comptable par FPN. Sa filiale Pamier SARL, détenant l'actif, a choisi de réévaluer ses 45,000m² de foncier à l'équivalent d'une valeur de marché à nu et non plus par la méthode du coût d'acquisition amorti. La viabilité de FPN continue néanmoins de dépendre simplement de la valorisation de son foncier et du projet qui y sera adossé (cession ou redéveloppement).

Le Conseil d'administration envisage toujours de vendre le foncier. Le 1er actionnaire (Groupe Ott, 29.9% du capital) semble privilégier un redéveloppement. L'avenir de l'ensemble foncier n'est donc toujours pas clair à l'heure actuelle.

Actionnariat et gouvernance

FPN a confirmé que 33m d'obligations convertibles avaient été converties le 8 Juin 2020 permettant à Ott Ventures de détenir 29.9% du capital (et plus de 60% sur une base diluée, outre les BSA). FIPP (groupe Duménil, considéré comme actionnaire de référence) détient 21% du capital de FPN.

Aucune modification de gouvernance n'a été annoncée par FPN. FIPP semble ainsi conserver le contrôle complet du Conseil d'administration.

Le communiqué FY 19 ne mentionne pas la neutralisation des BSA. Cette dernière est absolument décisive dans le processus de valorisation. En l'absence de ladite neutralisation, la dilution devant intervenir à €0.025 par action remettrait largement en cause l'objectif de cours actuel.

Valorisation

La seule filiale de FPN (Pamier SARL), détenant le Blanc-Mesnil, a décidé de valoriser le terrain à "une" valeur de marché de €22m, ce qui est inférieur sensiblement à notre propre valorisation de €32m. FPN valorise le terrain nu à €485 par m². Sans pour autant communiquer la fourchette, FPN indique que cette valorisation s'inscrit en bas de fourchette. Ce prix ne semble pas tenir compte de la présence de superstructures qui pourraient être réutilisées pour tout ou partie, en fonction du projet futur.

De ce fait, notre valorisation de base de €32m est-elle inchangée à ce stade. FPN a par ailleurs confirmé que l'assiette pouvait accueillir environ 80,000m² en résidentiel et commerces.

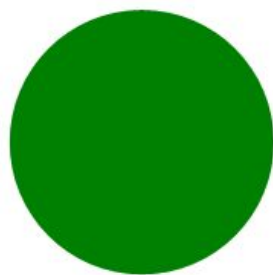
Pour l'instant, le marché résidentiel français résiste admirablement. Il est même dynamique en termes de volumes et de prix sur Juin, ce qui ne lasse pas de surprendre puisque aucun impact d'aucune crise ne semble visible pour l'instant. Le marché des bureaux au Nord de Paris commence pour sa part à montrer des signes de faiblesse évidents avec des loyers en baisse de l'ordre de 6-10% vs. leurs niveaux d'avant crise. Il y a quatre mois.

■ Impact

Nous modifierons nos estimations et chiffres 2019 dès publication des comptes détaillés 2019 (dont rapport annuel). Nous intégrerons €0.5m de perte nette additionnelle en 2019.

Cela ne nous conduira pas à une modification majeure du cas d'investissement ni de l'objectif de cours. L'élément clé de la neutralisation des BSA demande à être éclairci. Le sujet des taxes foncières et du projet réel à développer sur le foncier demeureront également décisifs dans le processus de valorisation.

Géographie du chiffre d'affaires



■ France (100,0 %)

Compte d'exploitation consolidé

	12/19A	12/20E	12/21E
Chiffre d'affaires	k€ 10,0	0,00	0,00
Croissance du CA	% -54,5	-100,0	0,00
Variation des coûts de personnel	% -10,2	1,50	1,50
EBITDA	k€ -2 590	-2 434	-2 300
Marge d'EBITDA(R)	% ns	ns	ns
Dotations aux amortissements	k€ -500	0,00	0,00
Résultat opérationnel courant	k€ -2 990	12 566	-2 300
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€ -2 990	13 333	-2 300
Résultat financier net	k€ -150	-0,01	-0,01
dt serv. des engagts de retraites	k€ 0,00	0,00	0,00
Éléments except. et autres (avt impôts)	k€ 0,00	0,00	5 000
Impôts sur les sociétés	k€ 0,00	0,00	0,00
Mises en équivalence	k€ 0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	k€ 0,00	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	k€ -3 140	-2 434	-2 300
NOPAT	k€ -2 093	9 333	-1 610

Tableau de financement

EBITDA	k€ -2 590	-2 434	-2 300
Variation du BFR	k€ 893	497	1 000
Dividendes reçus des SME	k€ 0,00	0,00	0,00
Impôt payé	k€ 0,00	0,00	0,00
Éléments exceptionnels	k€ 0,00	0,00	0,00
Autres cash flow d'exploitation	k€ 0,00	0,00	0,00
Cash flow d'exploitation total	k€ -1 697	-1 937	-1 300
Investissements matériels	k€ 0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	k€ 0,00	0,00	0,00
Charges financières nettes	k€ -150	-0,01	-0,01
Dividendes (maison mère)	k€ 0,00	0,00	0,00
Dividendes payés aux minoritaires	k€ 0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€ 0,00	1 650	0,00
Flux financiers totaux	k€ 1 803	3 449	-3 600
Variation de la trésorerie	k€ 106	-22,4	-4 900
Cash flow disponible (avant div)	k€ -1 847	-1 937	-1 300

Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Th 82 629	115 629	115 629
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th 578 876	411 490	244 105
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€ -0,01	-0,01	-0,01
Actif net réévalué par action	€ 0,09	0,04	0,06
Dividende net par action	€ 0,00	0,00	0,00

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	0,05 €	75 %	■ Deutsche Wohnen
DCF	0,07 €	25 %	■ Vonovia
Objectif de cours	0,06 €	100 %	■ Nexity
			■ Covivio
			■ Gecina
			■ Icade

[Calcul NAV/SOTP](#)

Bilan

	12/19A	12/20E	12/21E
Survaleurs	k€ 0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	k€ 0,00	0,00	0,00
Immobilisations corporelles	k€ 17 182	33 716	33 716
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	k€ 217	217	217
BFR	k€ -10 283	-10 780	-11 780
Autres actifs courants	k€ 0,00	0,00	0,00
Actif total (net des engagements CT)	k€ 7 116	23 153	22 153
Capitaux propres part du groupe	k€ -14 680	303	-1 997
Quasi-fonds propres et actions de préf.	k€ 0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	k€ 0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	k€ 0,00	0,00	0,00
Autres prov. pour risques et charges	k€ 767	0,00	0,00
Total des prov. pr risques et charges	k€ 767	0,00	0,00
Charges d'IS	k€ 0,00	0,00	0,00
Autres charges	k€ 0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	k€ 21 029	22 850	24 150
Passifs totaux	k€ 7 116	23 153	22 153

Capitaux employés

Capitaux investis	k€ 7 116	23 153	22 153
-------------------	----------	--------	--------

Ratios de profits & risques

ROE (après impôts)	%	24,0	-185	-319
Rendement des capitaux investis	%	-29,4	40,3	-7,27
Ratio d'endettement	%		7 236	
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-8,12	-9,39	-10,5
Couverture des frais financiers	x	-19,9	1 256 600	230 000

Ratios de valorisation

PER ajusté	x	-5,61	-4,90	-3,08
Rendement du cash flow disponible	%	-73,4	-57,8	-38,8
P/ANC	x	-0,17	11,1	-1,68
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	k€ 2 515	3 353	3 353	
+ Provisions	k€ 767	0,00	0,00	
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	k€ 0,00	0,00	0,00	
+ Dette nette fin d'année	k€ 21 029	22 850	24 150	
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	k€ 0,00	0,00	0,00	
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	k€			
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€ 0,00	0,00	0,00	
= Valeur d'entreprise	k€ 24 311	26 203	27 503	
VE/EBITDA(R)	x	-9,39	-10,8	-12,0
VE/CA	x	ns	ns	ns

Analyste : Christian Auzanneau, Changements de prévisions : 09/07/2020.