



# FPN

Foncière à actif unique / France

## FIPP prive par surprise FPN du contrôle de PAMIER SARL

Contentieux - 03/11/2020

**FIPP a pris le contrôle du seul actif de FPN, privant les actionnaires de cette dernière du potentiel de *recovery* lié au réaménagement des bâtiments ou à une reconstruction complète. Une âpre et longue bataille juridique devrait s'ensuivre, à moins d'une négociation ces prochains mois entre les parties.**

### ■ Actualité

- Par un bref communiqué vendredi dernier FIPP a annoncé avoir pris le contrôle complet de PAMIER SARL qui détient l'ensemble immobilier du Blanc-Mesnil.
- FIPP a exercé des nantissements portant sur les parts sociales de PAMIER. Dans la mesure où FIPP détient encore le contrôle exclusif du Conseil d'Administration, une telle convention aurait du être ratifiée par l'Assemblée Générale. Après avoir été reportée à plusieurs reprises, celle-ci devait se tenir le 28 Octobre dernier mais a été repoussée une nouvelle fois, FIPP exerçant de ce fait ses garanties en dehors de toute validation.
- Sans avoir à ce jour pleinement rendu publiques les conditions de l'opération, FIPP devrait prendre le contrôle de PAMIER sans verser de soulte à FPN. FPN deviendrait ainsi une coquille vide dont les fonds propres demeureraient vraisemblablement négatifs. Le rapport S1 20 dira si FIPP dispose d'un compte courant d'actionnaire résiduel dans FPN lui permettant d'envisager une conversion et ainsi d'éviter une procédure collective.
- Nous avons alerté précédemment (notre Latest du 26 Août 2020 "L'actionnaire de référence transfère son risque en 2019") au sujet de l'augmentation du niveau de risque du dossier du fait des garanties prises directement par FIPP sur l'actif du groupe, au détriment de l'ensemble des autres actionnaires.

### ■ Analyse

#### Inhabituel. Les tribunaux auront à trancher la légalité de l'opération.

FIPP (c. 17% du capital et des droits de vote de FPN en Octobre 2020 – estimation AV – mais contrôlant 100% du Conseil d'Administration jusqu'à l'AG du 21 Décembre 2020) détenait €12.6m de compte courant d'actionnaire dans les livres de FPN à fin 2018. Cette créance a été converties en créances PAMIER SARL fin 2019 assises sur des hypothèques touchant l'actif foncier au Blanc-Mesnil ainsi que le nantissement de 100% des parts sociales de PAMIER. Ce mouvement a permis à FIPP de transformer un prêt "en blanc" en des créances adossées à des garanties réelles (hypothèques) au détriment des autres actionnaires de la Société, privant ces derniers, à son profit, du potentiel de redéveloppement du site et de la partie libre d'hypothèque du bien.

Une opération "classique" aurait pu mener à une conversion de ce compte courant d'actionnaires en actions FP par le biais d'une large augmentation de capital ouverte à l'ensemble des actionnaires. La conséquence en aurait été un bilan largement assaini par la disparition de la majorité des dettes de toutes natures.



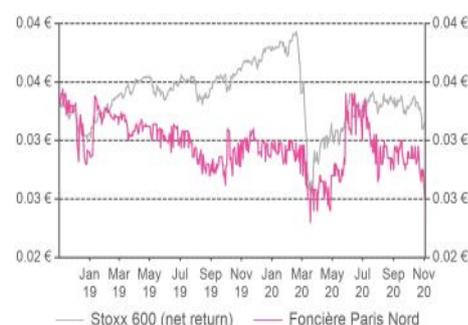
**Christian AUZANNEAU**  
property@alphavalue.eu  
+33 (0) 1 70 61 10 50  
cs.alphavalue.com

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

<b>Achat</b>	<b>Potentiel: 118 %</b>
Cours objectif à 6 mois	0,05 €
Cours	0,03 €
Cap. boursière M€	2,89
Momentum du cours	<b>DÉFAVORABLE</b>
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	-5,66 %	-12,3 %	-5,66 %	-16,7 %
Immobilier	-2,26 %	-3,92 %	-5,71 %	-25,4 %
STOXX 600	-2,27 %	-4,09 %	-2,38 %	-12,9 %

Dernière maj : 25/08/2020	12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
PER ajusté (x)	-4,77	-3,98	-2,65	-7,63
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-8,60	-10,4	-12,3	-37,0
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€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Marge d'EBIT (%)	ns	ns	ns	ns
Résultat net pdg (k€)	-3 697	13 258	2 700	-800
ROE (après impôts) (%)	27,6	-171	-198	27,4
Taux d'endettement (%)				

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

Quelques mois seulement après avoir pris des garanties réelles sur l'actif, FIPP a décidé la semaine dernière de les exercer avec pour effet l'appropriation de PAMIER SARL. Nous n'excluons pas cependant qu'une telle attitude précède une négociation entre les parties dans la mesure où cette stratégie ne semble pas totalement rationnelle au regard de: i/ coût de portage à long terme de l'actif, par FIPP, pendant toute la phase de la procédure juridique; ii/ coûts liés à la procédure et surtout; iii/ risque personnel pris par les quatre membres du Conseil d'Administration.

### **Une longue bataille juridique en perspective**

Nous pensons que le groupe OTT attaquera logiquement la légalité de cette transaction. Cette procédure prendra de nombreuses années (5-7 ans?) avant que tranchent le tribunal de Commerce, la cour d'Appel puis enfin la cour de Cassation.

Nous pouvons souligner qu'en privant les actionnaires de FPN d'un *call-option* que constitue le fruit du réaménagement ou de la reconstruction de l'ensemble immobilier, FIPP risque d'être rétrospectivement considéré comme s'étant indûment approprié une plus-value sans contrepartie.

Seuls les tribunaux pourront trancher la légalité de cette entreprise.

### **Que doivent attendre les actionnaires de FPN**

Une telle procédure juridique gèlera vraisemblablement le développement du foncier sur une période prolongée. Ce dernier accumulera des coûts de portage croissants dans la mesure où PAMIER comme les actifs pourraient se révéler invendables. Personne n'est supposé acquiescer ni engager des coûts sur un actif dont la propriété pourrait être remise en question à long terme.

Nous supposons que le groupe OTT demandera une annulation de la transaction. Les tribunaux préfèrent habituellement les dommages-intérêts à une telle annulation. Dans les 5-7 ans, une option gratuite pourrait ré-émerger progressivement en fonction du résultat par étape des procédures juridiques. Pendant cette période, FPN aura à supporter ses propres frais de fonctionnement opérationnels sans la perspective de rentrées d'argent significative ayant du résulter de la mise en valeur de l'emprise foncière (cession ou restructuration procurant des loyers).

En conséquence, et si un scénario de négociation ne se dessine pas rapidement, nous considérerons l'option d'attribuer une valeur nulle aux actions FPN en raison du temps exigé par les procédures juridiques futures. Cette valeur nulle n'intégrera pas, cependant, la contribution lointaine et difficilement évaluable des pénalités attribuées aux actionnaires minoritaires, ni le résultat d'une négociation entre les parties principales.

### **■ Impact**

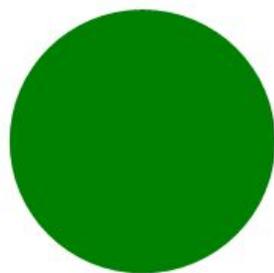
FIPP a choisi la manière forte en sécurisant son prêt d'actionnaire sans rechercher l'alignement d'intérêt avec le solde des actionnaires. Les discussions entre les parties quant à l'avenir de FPN peuvent donc à ce jour être jugées rompues.

FIPP a choisi avec cette prise de contrôle la voie la plus agressive. Le résultat en sera, sans négociation, un préjudice sensible au détriment des deux parties. Dans le cas où FIPP devrait conserver PAMIER, il aura à gérer un actif "froid" et coûteux (en euros et en risque) pendant une période prolongée.

Nous relevons qu'à ce jour les comptes du S1 20 n'ont pas été publiés et que l'AG

ayant à statuer sur les comptes 2019 a été reportée au 21 Décembre prochain.

## Géographie du chiffre d'affaires



■ France (100,0 %)

## Compte d'exploitation consolidé

	12/19A	12/20E	12/21E
Chiffre d'affaires	k€ 0,00	0,00	0,00
Croissance du CA	% -100,0	0,00	0,00
Variation des coûts de personnel	% 2,04	1,50	1,50
EBITDA	k€ -2 899	-2 584	-2 300
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>% ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
Dotations aux amortissements	k€ -2 141	0,00	0,00
Résultat opérationnel courant	k€ -3 592	12 416	-2 300
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>k€ -3 592</b>	<b>13 258</b>	<b>-2 300</b>
Résultat financier net	k€ -105	-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
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>k€ -3 697</b>	<b>-2 584</b>	<b>-2 300</b>
NOPAT	k€ -2 514	9 281	-1 610

## Tableau de financement

EBITDA	k€ -2 899	-2 584	-2 300
Variation du BFR	k€ 1 572	80,0	900
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€ -1 327	-2 504	-1 400
Investissements matériels	k€ 0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	k€ 0,00	0,00	0,00
Charges financières nettes	k€ -105	-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€ 2 297	2 801	-3 600
Variation de la trésorerie	k€ 970	-1 237	-5 000
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>k€ -1 432</b>	<b>-2 504</b>	<b>-1 400</b>

## 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
<b>BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)</b>	<b>€ -0,01</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,01</b>
Actif net réévalué par action	€ 0,08	0,03	0,05
<b>Dividende net par action</b>	<b>€ 0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Valorisation

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

[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€ 17 885	34 569	34 569
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	k€ 217	217	217
BFR	k€ -10 962	-11 042	-11 942
Autres actifs courants	k€ 0,00	0,00	0,00
Actif total (net des engagements CT)	k€ 7 140	23 744	22 844
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>k€ -15 279</b>	<b>-217</b>	<b>-2 517</b>
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€ 842	0,00	0,00
Total des prov. pr risques et charges	k€ 842	0,00	0,00
Charges d'IS	k€ 0,00	0,00	0,00
Autres charges	k€ 4,00	0,00	0,00
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>k€ 21 573</b>	<b>23 961</b>	<b>25 361</b>
Passifs totaux	k€ 7 140	23 744	22 844

## Capitaux employés

Capitaux investis	k€ 7 140	23 744	22 844
-------------------	----------	--------	--------

## Ratios de profits & risques

<b>ROE (après impôts)</b>	%	<b>27,6</b>	<b>-171</b>	<b>-198</b>
Rendement des capitaux investis	%	-35,2	39,1	-7,05
<b>Ratio d'endettement</b>	%			
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-7,44	-9,27	-11,0
Couverture des frais financiers	x	-34,2	1 241 600	230 000

## Ratios de valorisation

<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>-4,77</b>	<b>-3,98</b>	<b>-2,65</b>
Rendement du cash flow disponible	%	-56,9	-86,6	-48,4
P/ANC	x	-0,16	-13,3	-1,15
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	k€ 2 515	2 891	2 891	
+ Provisions	k€ 842	0,00	0,00	
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	k€ 0,00	0,00	0,00	
+ Dette nette fin d'année	k€ 21 573	23 961	25 361	
+ 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€ 24 930	26 852	28 252	
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>-8,60</b>	<b>-10,4</b>	<b>-12,3</b>
VE/CA	x	ns	ns	ns

Analyste : Christian Auzanneau, Changements de prévisions : 25/08/2020.