



FPN

Foncière à actif unique / France

Bientôt prête pour un nouveau départ

Dernière News - 03/07/2020

L'amélioration des infrastructures de transport au Nord de Paris se poursuit avec les travaux des lignes ferrées créées dans la perspective des JO de 2024. Au Blanc-Mesnil, à 300m d'une gare du Grand Paris en cours de construction mettant le coeur de Paris à moins de 25mn, FPN détient une emprise foncière de 45,000m² ne procurant plus de revenus et générant des charges. L'avenir de ce site se dessinera ces toutes prochaines années. La mise en valeur de l'ensemble immobilier et, partant, celle de l'action FPN, exigera la normalisation préalable d'un bilan pour l'heure très déséquilibré. Cette même physionomie particulière du bilan peut procurer à l'actionnaire un levier de valorisation sensible à moyen terme, une fois assumée la phase de risque élevé sur 2020-21 associée à une dilution additionnelle éventuellement très significative.

Actualité

Gouvernance: le capital bouge

Le capital a été redistribué au S1 20. Avec désormais 29.9% en pleine propriété et potentiellement 62% du capital dilué sur la base d'une conversion d'ORA qu'il détient (émises en 2014, maturité Décembre 2023), le groupe Ott a pris le pouvoir à la faveur d'un désengagement partiel et volontaire de FIPP (groupe de M. Duménil). Ce dernier a soutenu la société tout au long des dix dernières années en y injectant environ €16m à fin 2020 (estimation AV).

Avant le projet: le bilan

En dépit de cet accompagnement par FIPP persiste un litige portant sur plus de €10m de taxes foncières non réglées par FPN à l'Etat. Le développement matériel d'un projet, ou toute cession du foncier, passe nécessairement par un règlement définitif de cette procédure par deux voies: i/ négociation ou contentieux avec l'Administration fiscale et à défaut ; ii/ un paiement. FPN ne dispose d'aucune trésorerie pour ce faire. A ce jour, le groupe Ott ne s'est pas exprimé sur le soutien qu'il entend apporter à FPN dont il est désormais premier actionnaire.

Au delà de ce litige, en incluant la problématique du compte courant de FIPP à sa valeur comptable et les coûts opérationnels courants jusque 2025 (taxes, gestion etc...), FPN peut devoir honorer plus de €30m de passif ces prochaines années.

Analyse

Le projet: un site, des options

Depuis 15 ans, les projets de FPN pour son site du Blanc-Mesnil n'ont pas manqué. Le Plan Local d'Urbanisme (PLU) autorise depuis 2016 un développement résidentiel relativement dense. FPN devra dire à l'avenir quel cap franc elle choisit de prendre: raser pour construire des appartements, ou réhabiliter l'existant au sein d'un projet mixte très innovant (résidentiel / tertiaire, ou tertiaire pur)?

Face au passif de plus de €30m à terme et à une capitalisation boursière actuelle de €3m (l'ensemble hors ORA): l'emprise foncière dont la valorisation peut varier dans une large fourchette de €32m à 45m. Cette valeur est conditionnée par l'évolution des conditions de marché (logement et tertiaire) sur 2020-25. A cela peuvent s'ajouter les leviers de deux options: i/ une opération de promotion



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: 68,0 %

Cours objectif à 6 mois 0,06 €

Cours 0,03 €

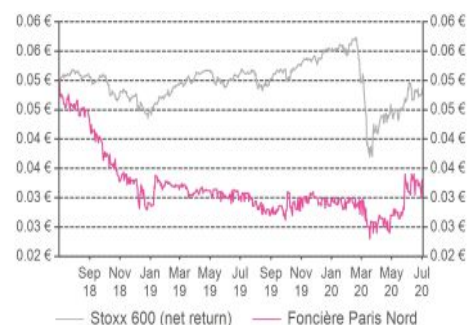
Cap. boursière M€ 3,82

Momentum du cours **FORT**

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	1,54 %	1,54 %	29,4 %	9,27 %
Immobilier	3,69 %	-0,72 %	14,9 %	-9,21 %
STOXX 600	2,38 %	2,37 %	18,0 %	-5,39 %

Dernière maj : 02/07/2020	12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
PER ajusté (x)	-5,61	-5,58	-3,50	-10,1
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-9,39	-11,0	-12,2	-36,7
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](#)

immobilière (résidentiel) avec à la clé la réalisation d'une marge de promoteur pour FPN nécessitant une enveloppe supplémentaire de €20-30m (part fonds propres pour lancer les travaux, le solde par dette) ou ii/ une opération de réhabilitation-location (tertiaire) à long terme sous réserve du financement des travaux pour un montant global de l'ordre de €35-50m (dette).

Notre opinion est que la meilleure valorisation du foncier, également la plus risquée, la plus longue, la plus chère en termes de coûts de portage, passerait par la réunion d'un ensemble de parcelles pour un total près de 6.6ha (dont 4.5ha de FPN). Ce projet aurait l'avantage de délivrer FPN de la servitude pesant sur 17,000m² (38% de la surface de son terrain) et ouvrir largement les façades des immeubles sur la voie publique. Ce schéma se heurte cependant aux faibles ressources actuelles de FPN.

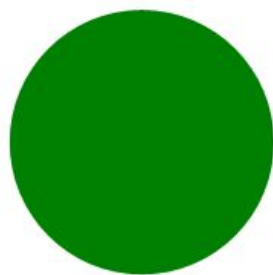
Traduire le niveau de risque dans l'ANR

La société ne bénéficiant d'aucune ressource propre est dépendante du soutien de ses actionnaires de référence. Les fonds propres consolidés étant négatifs de €15m (ex-ORA, estimation à fin 2019, la publication des comptes 2019 ayant été à nouveau reportée ce 30 juin) ce soutien devra se traduire par une recapitalisation d'envergure dont les conditions, notamment prix d'émission des nouvelles actions, seront à l'appréciation de FIPP et Groupe Ott, contrôlant ensemble l'Assemblée Générale Extraordinaire. Jusque Août 2020, le Conseil d'administration actuellement composé uniquement des représentants de la famille Duménil (le groupe Ott n'y étant pas représenté à ce jour) bénéficie d'autorisations d'émission très significatives.

■ Impact

Dans le cas le plus défavorable l'ANR 2025 est nul. Hors prise en compte des conséquences imprédictibles de la normalisation du bilan (dilution), l'ANR 2025 (obtenu par SOTP et DCF) peut atteindre €0.055 par action hors marge de promotion) en retenant un certain nombre d'hypothèses décrites précisément à l'étude publiée ce jour. Parmi ces hypothèses, l'optimisation du passif du bilan est centrale. Cette dernière peut conduire FPN à recourir à une procédure collective à un horizon relativement rapproché.

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. surv. 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 %	■ Icade
DCF	0,06 €	25 %	■ Gecina
Objectif de cours	0,06 €	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€ 17 182	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	-5,58	-3,50
Rendement du cash flow disponible	%	-73,4	-50,8	-34,1
P/ANC	x	-0,17	12,6	-1,91
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	k€ 2 515	3 816	3 816	
+ 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	26 666	27 966	
VE/EBITDA(R)	x	-9,39	-11,0	-12,2
VE/CA	x	ns	ns	ns

Analyste : Christian Auzanneau, Changements de prévisions : 02/07/2020.