



# SPAC

One asset property / France

## Distribution de BSA. Premier investissement en vue.

Shareholding structure - 09/11/2021

**Le Conseil d'administration va distribuer des BSA permettant de presque tripler le nombre de titres en circulation d'ici fin 2023. SPAC annoncera sa première acquisition d'ici fin 2021.**

### Fact

- Le Conseil d'administration va libérer 150,000,000 de BSA donnant droit à 300,000,000 d'actions SPAC en cas d'exercice, au prix unitaire de €0.025 soit un cash-in de €7.5m. Ces BSA seront distribués au prorata de la participation au capital actuel, et ne devraient donc pas modifier sensiblement la géographie du capital.
- La Société conservera en outre 20,765,662 BSA donnant droit à 41,531,324 d'actions nouvelles en contrepartie d'un cash-in de l'ordre de €1m.
- La maturité de ces BSA est le 14 Décembre 2023.
- Les actionnaires ont jusqu'au 12 Novembre pour se manifester auprès de la Société pour se voir attribuer 70,000 BSA (valeur de souscription de €3,500 en cas d'exercice), pour peu qu'ils justifient individuellement de la détention de 100,000 actions SPAC (€3,840 à la cote du 9 Novembre).
- Le capital est composé à ce jour de 201,254,691 actions (115m à fin 2020, 166m en Juillet 2021). A exercice complet des BSA et ORA, il devrait être composé de près de 580m de titres.
- SPAC annoncera son premier investissement d'ici fin 2021. Les modalités de cet investissement ne sont pas connues (taille, rendement, financement, localisation, nature du bien (résidentiel, bureaux, hôtels?), qualité du locataire etc.).

### Analysis

#### h1. Valorisation *standalone*

L'exercice des BSA attribués pour un cash-in de l'ordre de €8.5m va conduire à diluer le capital sur une base de €0.025 l'unité contre une cote actuelle de €0.0384. A ce dernier cours, les 580m de titres reflètent une capitalisation boursière *forward* de €22m face à une trésorerie nette disponible de l'ordre de €7m à fin 2022. Ce dernier montant correspond aux €8.5m levés (exercice supposé complet des BSA) dont sont retranchés les engagements de court terme (compte courant d'actionnaires, dettes résiduelles diverses) et frais de fonctionnement *corporate* 2021-22.

La valorisation *standalone* fin 2022 correspond à: i/ trésorerie nette disponible de €7m; ii/ valeur des reports déficitaires éventuels. Si le montant de la trésorerie fin 2022 peut être approximé, les différents rapports annuels de SPAC ne permettent pas d'attribuer une valeur aux reports fiscaux déficitaires éventuels. Nous rappelons en outre que l'imputation annuelle desdits reports déficitaires est encadrée par l'Administration fiscale. SPAC ne bénéficiant pas du régime SIIC, la société va procéder à l'amortissement annuel des immeubles à acquérir, ce qui va minorer le résultat imposable. Par construction, la valeur actualisée résultant de l'utilisation progressive de tout déficit reportable sera circonscrite.



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

This research has been commissioned and paid for by the company and is deemed to constitute an acceptable minor non-monetary benefit as defined in MiFID II

<b>Buy</b>	<b>Upside: 39.6%</b>
Target Price (6 months)	€ 0.05
Share Price	€ 0.04
Market Cap. €M	4.42
Price Momentum	<b>STRONG</b>
Extremes 12Months	0.02 ▶ 0.05
Sustainability score	1.9 /10
Credit Risk	C
Bloomberg	FPN FP Equity
Reuters	FPN.PA

[Download Full Analysis](#) [Company Page](#)



PERF	1w	1m	3m	12m
SPAC	13.7%	22.4%	16.5%	69.8%
Real Estate	2.24%	1.66%	-7.65%	22.0%
STOXX 600	0.99%	5.76%	2.90%	32.0%

Last updated: 25/08/2020	12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Adjusted P/E (x)	-4.71	-4.45	-4.05	-11.7
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA(R) (x)	-8.59	-10.5	-12.9	-38.9
Adjusted EPS (€)	-0.01	-0.01	-0.01	0.00
Growth in EPS (%)	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividend (€)	0.00	0.00	0.00	0.00
Sales (€th)	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT margin (%)	ns	ns	ns	ns
Attributable net profit (€th)	-3,697	13,258	2,700	-800
ROE (after tax) (%)	27.6	-171	-198	27.4
Gearing (%)				

[Company Valuation](#) - [Company Financials](#)

Compte tenu de l'apaisement des relations entre actionnaires de référence, il n'y a pas lieu d'attendre de contestation de la cession de l'actif principal du Blanc-Mesnil en 2020 (PAMIER SARL). Les valorisations *standalone* ni *forward* n'intégreront donc aucune option gratuite ayant pu résulter du fruit de quelque procédure juridique.

### **Valorisation future**

Outre la trésorerie nette de l'ordre de €7m à fin 2022, l'évolution de la valorisation future dépendra de plusieurs éléments. D'une part une portion capitalisée résultant du remboursement des emprunts ou de la capitalisation des loyers en cas de financement en cash à 100%. D'autre part de l'éventuelle différence entre prix d'acquisition (ou valeur d'apport) et valeur de marché instantanée tel qu'expertisée annuellement par un indépendant.

En tout état de cause, à €0.0384 l'unité, le marché valorise dans l'immédiat un *goodwill* significatif de l'ordre de €15m (différence entre *market cap fully diluted* et trésorerie nette prévisionnelle fin 2022). Sans tenir compte d'éventuelle décote d'illiquidité, cet incorporel de €15m (après IS) anticipe une création de valeur future substantielle qui ne pourra être rejointe par l'ANR qu'en cas de déploiement d'une politique d'acquisition rapide et efficace. Le type d'actif concerné correspond généralement à: i/ des immeubles à restructurer; ii/ des immeubles acquis à prix très inférieurs à leur valeur de marché ou iii/ recelant une valeur cachée exploitable (utilisation de foncier libre contigu par exemple, surélévations, exhaussements, changement de destination, etc.). Ces actifs ont généralement un niveau de risque en rapport avec le rendement élevé attendu.

A titre de simple premier exemple, l'accueil de €100m d'actifs générant une plus value latente de l'ordre de 25% (€25m avant impôts, €17m après IS, hors prise en compte de déficit fiscal reportable) serait de nature à justifier l'actuelle prime de €15m sur ANR.

A titre de second exemple, l'accueil d'un portefeuille immobilier de €100m générant 9% de rendement brut permettrait de justifier la prime actuelle de €15m en deux à trois ans. Cet horizon ne tient pas compte de la réévaluation d'un tel actif en direction d'une valeur de marché supérieure à son prix d'acquisition ni du coût du capital sur deux à trois ans.

### **Politique d'acquisition et dilutions futures**

Outre la dilution à provenir de l'exercice des BSA d'ici fin 2023, les actionnaires de référence ont à leur main le futur prix d'émission par action SPAC rémunérant les futures opérations d'apport d'actifs. Il pourra donc exister une relation significative vs. ANR standalone 2022 (€7m).

Techniquement, et très approximativement, la valeur d'atterrissage par action SPAC pourra fluctuer entre les bornes suivantes: i/ tangenter €0.025 en cas d'émissions d'actions futures (avec ou sans DPS) sur la même base que le prix d'exercice des BSA 2023 de €0.025 l'unité et ii/ €0.04 environ en cas d'émissions de nouvelles actions sur la base du cours actuel de €0.0384 en tenant compte en sus de plus values latentes éventuelles sur les biens acquis.

### **Structure financière future**

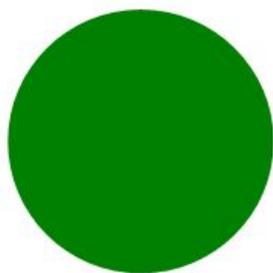
La stratégie future de financement, de risque et de levier de SPAC (part dette / fonds propres) n'a pas été communiquée. A ce jour, toutes les pistes restent ouvertes: i/ un véhicule fonctionnant à 100% en fonds propres via apport d'actifs ou ii/ un fonctionnement "foncière classique" ayant recours à une part dette de l'ordre de 30-60%, créant un levier significatif sur l'ANR en contrepartie du risque afférent.

## ■ Impact

La stratégie de SPAC se précise progressivement. Ces prochains jours, nous allons pouvoir désormais remettre à plat l'ensemble des chiffres sur SPAC. Nous intégrerons progressivement les acquisitions à nos estimations à dater de chaque annonce. La valorisation variera en fonction de l'analyse des actifs apportés. Nous allons néanmoins considérer l'option de retenir une part "d'incorporels" dans notre objectif de cours afin d'anticiper le *goodwill* à provenir de la nouvelle collaboration entre MM. Ott et Duménil: leurs réseaux respectifs peuvent permettre des acquisitions attractives de type *cherry picking*. Il sera néanmoins difficile, en l'absence de plus ample précision sur la stratégie de développement, de justifier d'un *goodwill* nettement supérieur au niveau actuel de €15m.

A court terme, SPAC reste une micro-foncière, non SIIC, d'une capitalisation boursière inférieure à €50m disposant d'un faible flottant et d'une liquidité étroite. A plus long terme, le développement de la structure, par apport ou acquisition d'actifs, pourra permettre d'écrire une toute nouvelle et longue histoire.

## Sales by Geography



France (100.0%)

## Consolidated P&L Accounts

		12/19A	12/20E	12/21E
Sales	€th	0.00	0.00	0.00
Change in sales	%	-100.0	0.00	0.00
Change in staff costs	%	2.04	1.50	1.50
EBITDA	€th	-2,899	-2,584	-2,300
<b>EBITDA(R) margin</b>	%	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
Depreciation	€th	-2,141	0.00	0.00
Underlying operating profit	€th	-3,592	12,416	-2,300
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>€th</b>	<b>-3,592</b>	<b>13,258</b>	<b>-2,300</b>
Net financial expense	€th	-105	-0.01	-0.01
of which related to pensions	€th	0.00	0.00	0.00
Exceptional items & other	€th	0.00	0.00	5,000
Corporate tax	€th	0.00	0.00	0.00
Equity associates	€th	0.00	0.00	0.00
Minority interests	€th	0.00	0.00	0.00
<b>Adjusted attributable net profit</b>	<b>€th</b>	<b>-3,697</b>	<b>-2,584</b>	<b>-2,300</b>
NOPAT	€th	-2,514	9,281	-1,610

## Cashflow Statement

EBITDA	€th	-2,899	-2,584	-2,300
Change in WCR	€th	1,572	80.0	900
Actual div. received from equity holdi...	€th	0.00	0.00	0.00
Paid taxes	€th	0.00	0.00	0.00
Exceptional items	€th	0.00	0.00	0.00
Other operating cash flows	€th	0.00	0.00	0.00
Total operating cash flows	€th	-1,327	-2,504	-1,400
Capital expenditure	€th	0.00	0.00	0.00
Total investment flows	€th	0.00	0.00	0.00
Net interest expense	€th	-105	-0.01	-0.01
Dividends (parent company)	€th	0.00	0.00	0.00
Dividends to minorities interests	€th	0.00	0.00	0.00
New shareholders' equity	€th	0.00	1,650	0.00
Total financial flows	€th	2,297	2,801	-3,600
Change in cash position	€th	970	-1,237	-5,000
<b>Free cash flow (pre div.)</b>	<b>€th</b>	<b>-1,432</b>	<b>-2,504</b>	<b>-1,400</b>

## Per Share Data

No. of shares net of treas. stock (year...	Th	82,629	115,629	115,629
Number of diluted shares (average)	Th	578,876	411,490	244,105
<b>Benchmark EPS</b>	<b>€</b>	<b>-0.01</b>	<b>-0.01</b>	<b>-0.01</b>
Restated NAV per share	€	0.08	0.03	0.05
<b>Net dividend per share</b>	<b>€</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

## Valuation Summary

Benchmarks	Value	Weight	Largest comparables
NAV/SOTP per share	€ 0.05	75%	● Covivio
DCF	€ 0.06	25%	● Icade
TARGET PRICE	€ 0.05	100%	● Nexity
			● Gecina
			● Deutsche Wohnen
			● Vonovia

### NAV/SOTP Calculation

## Balance Sheet

		12/19A	12/20E	12/21E
Goodwill	€th	0.00	0.00	0.00
Total intangible	€th	0.00	0.00	0.00
Tangible fixed assets	€th	17,885	34,569	34,569
Financial fixed assets	€th	217	217	217
WCR	€th	-10,962	-11,042	-11,942
Other assets	€th	0.00	0.00	0.00
Total assets (net of short term liab.)	€th	7,140	23,744	22,844
<b>Ordinary shareholders' equity</b>	<b>€th</b>	<b>-15,279</b>	<b>-217</b>	<b>-2,517</b>
Quasi Equity & Preferred	€th	0.00	0.00	0.00
Minority interests	€th	0.00	0.00	0.00
Provisions for pensions	€th	0.00	0.00	0.00
Other provisions for risks and liabilities	€th	842	0.00	0.00
Total provisions for risks and liabilities	€th	842	0.00	0.00
Tax liabilities	€th	0.00	0.00	0.00
Other liabilities	€th	4.00	0.00	0.00
<b>Net debt (cash)</b>	<b>€th</b>	<b>21,573</b>	<b>23,961</b>	<b>25,361</b>
Total liab. and shareholders' equity	€th	7,140	23,744	22,844

## Capital Employed

Capital employed after depreciation	€th	7,140	23,744	22,844
-------------------------------------	-----	-------	--------	--------

## Profits & Risks Ratios

<b>ROE (after tax)</b>	%	<b>27.6</b>	<b>-171</b>	<b>-198</b>
ROCE	%	-35.2	39.1	-7.05
<b>Gearing (at book value)</b>	%			
Adj. Net debt/EBITDA(R)	x	-7.44	-9.27	-11.0
Interest cover (x)	x	-34.2	1,241,600	230,000

## Valuation Ratios

<b>Reference P/E (benchmark)</b>	<b>x</b>	<b>-4.71</b>	<b>-4.45</b>	<b>-4.05</b>
Free cash flow yield	%	-57.6	-77.5	-31.7
P/Book	x	-0.16	-14.9	-1.75
<b>Dividend yield</b>	<b>%</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

## EV Calculation

Market cap	€th	2,487	3,229	4,417
+ Provisions	€th	842	0.00	0.00
+ Unrecognised actuarial losses/(gains)	€th	0.00	0.00	0.00
+ Net debt at year end	€th	21,573	23,961	25,361
+ Leases debt equivalent	€th	0.00	0.00	0.00
- Financial fixed assets (fair value)	€th			
+ Minority interests (fair value)	€th	0.00	0.00	0.00
= EV	€th	24,902	27,190	29,778
<b>EV/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>-8.59</b>	<b>-10.5</b>	<b>-12.9</b>
EV/Sales	x	ns	ns	ns

Analyst : Christian Auzanneau, Changes to Forecasts : 25/08/2020.