



FPN

One asset property / France

Bientôt prête pour un nouveau départ

Latest - 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.

Fact

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.

Analysis

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)?

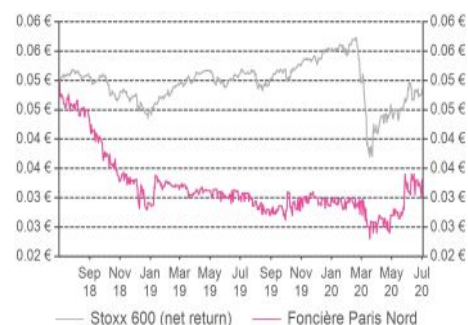
Face au passif de plus de €30m à terme et à une capitalisation boursière actuelle de €3m (l'ensemble hors ORA): l'emprise foncière dont la valorisation peut varier dans une large fourchette de €32m à 45m. Cette valeur est conditionnée par l'évolution des conditions de marché (logement et tertiaire) sur 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

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

Buy	Upside: 68.0%
Target Price (6 months)	€ 0.06
Share Price	€ 0.03
Market Cap. €M	3.82
Price Momentum	STRONG
Extremes 12Months	0.02 ▶ 0.03
Bloomberg	FPN FP Equity
Reuters	FPN.PA

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

PERF	1w	1m	3m	12m
Foncière Paris Nord	1.54%	1.54%	29.4%	9.27%
Real Estate	3.69%	-0.72%	14.9%	-9.21%
STOXX 600	2.38%	2.37%	18.0%	-5.39%

Last updated: 02/07/2020	12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Adjusted P/E (x)	-5.61	-5.58	-3.50	-10.1
Dividend yield (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA(R) (x)	-9.39	-11.0	-12.2	-36.7
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)	10.0	0.00	0.00	0.00
EBIT margin (%)	ns	ns	ns	ns
Attributable net profit (€th)	-3,140	13,333	2,700	-800
ROE (after tax) (%)	24.0	-185	-319	33.4
Gearing (%)		7,236		

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

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.

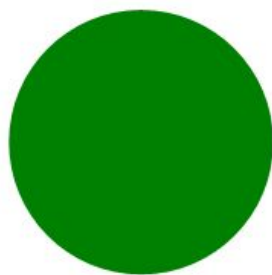
Traduire le niveau de risque dans l'ANR

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.

Sales by Geography



France (100.0%)

Consolidated P&L Accounts

		12/19A	12/20E	12/21E
Sales	€th	10.0	0.00	0.00
Change in sales	%	-54.5	-100.0	0.00
Change in staff costs	%	-10.2	1.50	1.50
EBITDA	€th	-2,590	-2,434	-2,300
EBITDA(R) margin	%	ns	ns	ns
Depreciation	€th	-500	0.00	0.00
Underlying operating profit	€th	-2,990	12,566	-2,300
Operating profit (EBIT)	€th	-2,990	13,333	-2,300
Net financial expense	€th	-150	-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
Adjusted attributable net profit	€th	-3,140	-2,434	-2,300
NOPAT	€th	-2,093	9,333	-1,610

Cashflow Statement

EBITDA	€th	-2,590	-2,434	-2,300
Change in WCR	€th	893	497	1,000
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	-1,697	-1,937	-1,300
Capital expenditure	€th	0.00	0.00	0.00
Total investment flows	€th	0.00	0.00	0.00
Net interest expense	€th	-150	-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	1,803	3,449	-3,600
Change in cash position	€th	106	-22.4	-4,900
Free cash flow (pre div.)	€th	-1,847	-1,937	-1,300

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
Benchmark EPS	€	-0.01	-0.01	-0.01
Restated NAV per share	€	0.09	0.04	0.06
Net dividend per share	€	0.00	0.00	0.00

Valuation Summary

Benchmarks	Value	Weight	Largest comparables
NAV/SOTP per share	€ 0.05	75%	■ Icade
DCF	€ 0.06	25%	■ Gecina
TARGET PRICE	€ 0.06	100%	■ Covivio

NAV/SOTP Calculation

- Nexity
- Vonovia
- Deutsche Wohnen

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	17,182	33,716	33,716
Financial fixed assets	€th	217	217	217
WCR	€th	-10,283	-10,780	-11,780
Other assets	€th	0.00	0.00	0.00
Total assets (net of short term liab.)	€th	7,116	23,153	22,153
Ordinary shareholders' equity	€th	-14,680	303	-1,997
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	767	0.00	0.00
Total provisions for risks and liabilities	€th	767	0.00	0.00
Tax liabilities	€th	0.00	0.00	0.00
Other liabilities	€th	0.00	0.00	0.00
Net debt (cash)	€th	21,029	22,850	24,150
Total liab. and shareholders' equity	€th	7,116	23,153	22,153

Capital Employed

Capital employed after depreciation	€th	7,116	23,153	22,153
-------------------------------------	-----	-------	--------	--------

Profits & Risks Ratios

ROE (after tax)	%	24.0	-185	-319
ROCE	%	-29.4	40.3	-7.27
Gearing (at book value)	%		7,236	
Adj. Net debt/EBITDA(R)	x	-8.12	-9.39	-10.5
Interest cover (x)	x	-19.9	1,256,600	230,000

Valuation Ratios

Reference P/E (benchmark)	x	-5.61	-5.58	-3.50
Free cash flow yield	%	-73.4	-50.8	-34.1
P/Book	x	-0.17	12.6	-1.91
Dividend yield	%	0.00	0.00	0.00

EV Calculation

Market cap	€th	2,515	3,816	3,816
+ Provisions	€th	767	0.00	0.00
+ Unrecognised actuarial losses/(gains)	€th	0.00	0.00	0.00
+ Net debt at year end	€th	21,029	22,850	24,150
+ 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	24,311	26,666	27,966
EV/EBITDA(R)	x	-9.39	-11.0	-12.2
EV/Sales	x	ns	ns	ns

Analyst : Christian Auzanneau, Changes to Forecasts : 02/07/2020.