

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

MyHotelMatch

Structure simplifiée, nouvelle stratégie à venir

Opinion	Achat
Upside (%)	58,7
Cours (€)	0,03
Objectif de cours (€)	0,04
Bloomberg Code	FPN FP
Capitalisation boursière (M€)	13,1
Enterprise Value (k€)	8 665
Momentum	DÉFAVORABLE
Sustainability	2/10
Credit Risk	C

Analyste financier

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



Conflits d'intérêts

Contrat de liquidité	Non
Activité de placement (actions/obligations)	Non
Intérêt personnel de l'analyste	Non
Conseil auprès de l'émetteur	Non
Recherche financée par l'émetteur	Non
Rencontres investisseurs payées par l'émetteur	Non
Activité de négociation sur titre chez AlphaValue	Non
Client de la recherche AlphaValue	Non
Recherche financée par un actionnaire	Oui

POUR

- SPAC dispose d'une structure bilantielle sensiblement améliorée suite à la sortie de périmètre de PAMIER SARL en 2020
- D'ici 2023, le remboursement des ORA et l'exercice attendu des BSA permettront aux fonds propres de revenir en territoire positif
- L'actionnaire pourra bénéficier du redéploiement d'une stratégie d'acquisition d'actifs qui reste à préciser

CONTRE

- La Société devra proposer et développer une nouvelle stratégie passant par l'intégration d'actifs dont la nature, la dimension, la localisation et la valeur d'apport restent à déterminer
- Une dilution ultérieure très importante est à prévoir, sur un prix par action inconnu qui déterminera sensiblement la valorisation unitaire future
- La viabilité de la Société reste dépendante de l'exercice des BSA 2023. Les minoritaires ne disposent pas d'option gratuite liée au succès d'une action juridique éventuelle

Chiffres Clés	12/19A	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
PER ajusté (x)	-4,71	-3,09	ns	ns	ns
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	-8,59	-38,6	-64,6	-57,8	-53,4
BPA ajusté (€)	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (k€)	0,00	134	0,00	0,00	0,00
Marge d'EBIT (%)	ns	ns	ns	ns	ns
Résultat net pdg (k€)	-3 697	-991	-151	-151	-151
ROE (après impôts) (%)	27,6	9,01	3,20	-15,5	-2,52
Taux d'endettement (%)				-17,0	-79,2

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

Ratios clés		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
PER ajusté	x	-3,09	ns	ns	ns
VE/EBITDA	x	-38,6	-64,6	-57,8	-53,4
P/ANC	x	-0,48	-2,52	2,82	2,07
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement du cash flow libre	%	-345	-15,2	-1,14	-0,99
Rendement des fonds propres (ROE)	%	9,01	3,20	-15,5	-2,52
Rendement des capitaux investis	%	26,2	-57,2	-57,5	-57,8
Dette nette/EBITDA	x	-25,1	-19,2	29,8	47,7

Compte d'exploitation consolidé		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires	k€	134	0,00	0,00	0,00
EBITDA	k€	-240	-150	-150	-150
Résultat opérationnel courant	k€	-241	-150	-150	-150
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	-261	-151	-151	-151
Résultat financier net	k€	-730	-0,01	-0,01	-0,01
Profits avant impôts et exceptionnels	k€	-991	-151	-151	-151
Impôts sur les sociétés	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net pdg	k€	-991	-151	-151	-151
Résultat net ajusté, pdg	k€	-5 238	-150	-150	-150

Tableau de financement		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Cash flows d'exploitation total	k€	-10 409	-1 035	-150	-150
Investissements matériels	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendes (maison mère)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€	1 314	4 181	7 500	2 843
Flux financiers totaux	k€	-14 980	1 141	6 600	750
Variation de la dette nette	k€	-11 359	3 147	7 350	2 693
Cash flow disponible (avant div)	k€	-11 139	-1 035	-150	-150

Bilan		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations corporelles	k€	74,3	73,3	72,3	71,3
BFR	k€	-773	112	112	112
Actif total (net des engagements CT)	k€	-697	185	184	183
Capitaux propres part du groupe	k€	-6 726	-2 698	4 651	7 343
Provisions pour retraite	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	k€	6 029	2 882	-4 468	-7 160
Passifs totaux	k€	-697	185	184	183

Données par action		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-0,01	0,00	0,00	0,00
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	-0,02	0,00	0,00	0,00
Actif net comptable par action	€	-0,06	-0,01	0,01	0,01
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	578 876	578 876	578 876	578 876

Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	6
Valorisation.....	7
DCF.....	12
Actif net	13
Dettes.....	14
A Savoir.....	16
Durabilité.....	17
Gouvernance & Management.....	18
Environnement.....	20
Social.....	21
Staff & Pension matters.....	23
Mises à jour.....	24
Objectif de cours & Opinion.....	25
Graphiques.....	26
Comptes.....	30
Méthodologie.....	38

Activités et tendances

Introduction

SPAC (Société Parisienne d'Apports en Capital, ex-Foncière Paris Nord, elle-même ex-ADT SIIC) est une société cotée de longue date. Au cours des dix dernières années, sa stratégie a souvent varié. SPAC a accueilli par voie d'apport jusqu'à €76m d'actifs et trésorerie en 2005. Suite à la cession-distribution de l'essentiel de son patrimoine jusque 2018, la Société n'accueillait plus qu'un actif au Blanc-Mesnil (France) avec un total de bilan consolidé réduit à €19m (FY 19). Depuis 2020 et la cession de PAMIER SARL à FIPP (actionnaire de référence de la Société), SPAC (nom adopté en 2021) est devenue une coquille vide ne détenant plus d'actif significatif ni trésorerie. En l'absence de toute participation, donc de bilan consolidé, le total du bilan social s'élève à €200k à fin 2020.

Le groupe OTT n'ayant pas contesté les termes de cette cession, nous pouvons estimer que la physionomie actuelle de SPAC est définitive sans offrir aux actionnaires l'option gratuite qu'aurait représenté le fruit d'une action juridique contestant le bien fondé et les termes de la cession de PAMIER SARL. Le cas d'investissement initial fondé sur un redéveloppement potentiel du site de 53,000m² de planchers au Blanc-Mesnil, sur un foncier de 45,000m² perd donc toute substance et ne plus être considéré.

La gouvernance ayant été largement remaniée en 2021, M. Alain DUMENIL (FIPP, 14.6% du capital de SPAC selon avis AMF du 10 Mai 2021) a été nommé Président-Directeur Général. M. Jean-François OTT (19.5% du capital selon avis AMF du 10 Mai 2021) a été nommé Directeur Général Délégué et Administrateur. Ces deux personnalités auront à définir et proposer ensemble un nouveau projet d'entreprise. L'option la plus vraisemblable à ce stade est un apport d'actifs à la Société sur le schéma classique du SPAC (_Special Purpose Aquisition Company_) visant à loger des actifs privés dans un véhicule coté par voie d'apport ou absorption, rémunérés en actions nouvelles.

Stratégie à venir

Le Conseil d'administration dispose de délégations significatives lui permettant de lever par tout moyen (dont apport d'actifs) jusque €500m à mettre en perspective d'une capitalisation boursière actuelle de l'ordre de €7m (€9m basée sur 237-244m d'actions post remboursement des ORA). Le Conseil d'administration de cinq membres demeure contrôlé majoritairement par la famille DUMENIL (trois sièges sur cinq), Monsieur OTT (un siège) et M. KHOI (un siège).

SPAC est actuellement en phase de recherche d'opportunités d'investissement. La nature, le périmètre et la valorisation de ces actifs éventuels ne sont pas connus à ce jour. Afin d'amorcer sa phase de redéploiement, SPAC distribue en 2021 des BSA 2023 permettant de lever €8.5m. Ils donneront lieu à la création de 340m d'actions nouvelles en 2022-23.

Chiffre d'affaires par division

Secteur	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E	Chgt 21E/20		Chgt 22E/21E		
					k€	% du total	k€	% du total	
Chiffre d'affaires	134	0,00	0,00	0,00	-134 +	100 %	0 +	NA	
Rents	Immobilier	134	0,00	0,00	0,00	-134 +	100 %	0 +	NA
Property development	Immobilier								
Other									

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
Devises "émergentes"	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Dollar	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Euro	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Risque climatique à long term	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Taux d'intérêt long terme	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Géographie du chiffre d'affaires

France	100,0 %
--------	---------

Nous identifions les expositions aux thématiques macro économiques (quelle est la part du chiffre d'affaires exposée au Dollar par ex.) plutôt que les sensibilités (quel est l'impact d'une variation de 5pc du Dollar sur le résultat net par ex.). Les expositions du chiffre d'affaires sont simples à comprendre. Celles qui concernent les coûts sont plus difficiles à identifier. C'est encore plus complexe en termes de fonds propres. L'évaluation se fait en prenant par défaut la position d'un investisseur en action jugeant de son patrimoine en Euro. Certains cas de figure sont délicats à démonter tel qu'un investisseur de la zone Euro achetant une valeur suisse cotant en CHF mais avec des comptes en Dollar...

Mécanismes de profit

Business Model

En l'absence de stratégie précise détaillée à ce jour, nous rappelons simplement que SPAC ayant a priori vocation à accueillir à nouveau des actifs immobiliers, son profil demeurera celui d'une foncière classique. Elle aura vocation à acquérir, détenir, louer et gérer des immeubles. Ils seront financés par fonds propres et dettes dans des proportions et des conditions (taux, levier et maturités) dépendant de la nature et de la localisation des biens acquis. Les acquisitions futures à réaliser par SPAC feront donc l'objet d'une analyse individuelle ultérieurement.

Le fonctionnement d'une foncière repose sur le remboursement d'une dette financière par les loyers. La nature des locataires eux-mêmes permet généralement d'évaluer le niveau de risque associé, générant une prime (ou une décote) sur l'Actif Net Réévalué (ANR). A ce jour, SPAC ne dispose pas d'un statut SIIC.

Risques généraux

Les risques inhérents à tout projet immobilier sont : i/ localisation et qualité de l'actif ; ii/ instruction et obtention des autorisations le cas échéant ; iii/ calendrier général de mise en œuvre et travaux ; iv/ conjoncture (aval : prix de marché à achèvement, amont : financements) ; v/ gouvernance et vi/ qualité du locataire couplée à la durée ferme des baux.

Risques spécifiques SPAC

Le risque spécifique de SPAC est d'abord lié à l'absence de stratégie stable depuis plus de 10 ans. Les éléments d'information publics (Rapports de gestion aux rapports annuels 2004-18 et S1 19, Lettre Ouverte 2017 de M. Jean-François Ott) traduisent des opinions divergentes au sein de l'actionnariat, quant à la meilleure valorisation de l'actif dans le temps. L'évolution de la gouvernance en 2021 devrait conduire à l'adoption d'une ligne collégiale plus claire.

EBIT par division

	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E	Chgt 21E/20		Chgt 22E/21E	
					k€	% du total	k€	% du total
Total	4 007	-151	-151	-151	-4 158 ↓	100 %	0 ↑	NA
Rents	4 007	-151	-151	-151	-4 158	100 %	0	NA
Property development	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	NA
Other/cancellations								

Marge d'EBIT par division

	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Total	ns	ns	ns	ns
Rents	ns	ns	ns	ns
Property development				

Valorisation

Nous explorons ci-après plusieurs pistes de valorisation. A défaut d'une cession pure et simple de SPAC en tant que coquille vide, l'ANR résiduel dépendra d'un certain nombre de facteurs : i/ remboursement des ORA ; ii/ exercice des BSA ; iii/ valeur de marché finale des actifs immobiliers accueillis et profil desdits actifs et iv/ prix des actions à émettre rémunérant les apports d'actifs ou préparant une phase d'acquisition.

Valeur fondamentale immédiate : nulle

En l'état avant distribution et exercice des BSA 2023, la valeur fondamentale de SPAC est nulle. Ses fonds propres sont de €-6.7m à fin 2020, le total de son bilan est de €0.2m, la société ne dispose d'aucune trésorerie. Ses dettes vont croître en 2021 et 2022 au rythme de l'apurement du BFR résiduel (dont paiement d'IS dû au titre de l'exercice 2020). Les dépenses de fonctionnement sont évaluées à environ €150k annuels. Ces dépenses en frais fixes constitueront une perte de valeur additionnelle jusque mise en œuvre d'une stratégie permettant de dégager le FCF nécessaire à leur absorption.

Le rapport annuel 2020 n'indique pas la présence d'un report fiscal déficitaire valorisable. SPAC est redevable de €318k d'IS au titre de 2020 suggérant l'absence d'un solde de déficit utilisable. Néanmoins le plafonnement d'imputation des déficits reportables ne permet pas de conclure à l'existence ou l'inexistence d'un déficit résiduel. Nous pouvons rappeler qu'un tel report fiscal déficitaire éventuel ne pourrait être absorbé que par des flux ayant une origine identique à ceux l'ayant créé, à savoir une activité immobilière. Toute cession de coquille à un acquéreur ayant une activité autre qu'immobilière neutraliserait toute valeur d'un report fiscal déficitaire. SPAC étant sorti du régime de faveur SIIC au 1er janvier 2013, la lisibilité relative à l'utilisation de déficits comptables antérieurs à cette date est réduite. En l'absence d'information publique disponible suffisante, nous ne valorisons pas de report déficitaire.

Impact des instruments dilutifs en circulation

Le remboursement des ORA (€5.9m résiduels au 31 Décembre 2020) n'aura pas pour contrepartie une augmentation de la trésorerie disponible. Il aura toutefois pour contrepartie la création de 70m d'actions nouvelles portant le nombre d'actions en circulation à 237-244m (hors BSA). Ce nombre devant servir de base à la valorisation. Au 9 Novembre 2021 demeurent environ 36m d'ORA (communiqué SPAC du 27 Octobre 2021).

Sous réserve que leur prix d'exercice ne soit pas modifié, l'exercice des BSA au prix de €0,025 par action aurait un effet relatif sur la valeur fondamentale (€0.014 par action environ).

Valeur de la coquille vide

La valorisation des coquilles vides est variable dans le temps. Elle dépend d'un grand nombre de facteurs, dont rareté des coquilles disponibles sur le marché en premier lieu, qualité du bilan (litiges en cours ou potentiels etc...), nature de

l'activité (permettant l'utilisation de déficits fiscaux reportables éventuels), coûts de cotation d'une nouvelle entité sur un marché réglementé etc.

Nous ne disposons pas d'exemple d'une coquille vide valorisée plus de €15m correspondant à la VE de SPAC à fin 2022 (capitalisation boursière de €22m fin 2023 nette de €7m de trésorerie résultant de l'exercice des BSA 2023).

Création de valeur future: quel goodwill?

En raison de l'absence de flux, il est impossible d'évaluer SPAC par la méthode des DCF. Le prix d'acquisition et la qualité des actifs à accueillir détermineront la dimension de toute création de valeur ultérieure. En l'absence de stratégie précise ou d'actif à analyser, il est impossible d'évaluer précisément la dimension d'une création de valeur future.

Nous pouvons toutefois rappeler que MM. DUMENIL et OTT bénéficient ensemble d'une large expérience des sujets immobiliers de toutes natures. Leurs réseaux respectifs peuvent leur permettre d'identifier des cibles d'investissement significatives à l'origine d'une création de valeur ultérieure. Toute décision d'investissement nécessitera cependant leur accord collégial. Cette création de valeur reposerait sur une valeur de marché ex-post supérieure au prix d'acquisition, générant un incrément d'ANR. En fonction de la nature des actifs accueillis, il y aura cependant lieu d'évaluer la nécessité d'appliquer une décote liée à l'illiquidité (capitalisation boursière ex-post de SPAC), à l'absence de statut SIIC éventuelle (taxation des profits à l'IS, déduction des impôts latents pour aboutir à un Actif Net Fiscal Réévalué) ou symétriquement une prime liée au rendement et à la qualité des actifs apportés.

Transactions récentes

Le 5 Mai 2020, FIPP (actionnaire de référence de SPAC) a cédé 72,848,870 BSA pour un prix global de €288.970. Ces BSA donnent chacun le droit d'acquérir deux actions SPAC au prix de €0,025 l'unité. Par transparence, et sans tenir compte d'un facteur d'actualisation lié à l'échéance 2023 de cette option américaine exerçable à tout moment, cette transaction a reflété une valeur de €0,027 par action SPAC.

En 2020, dans le cadre des opérations de sortie du périmètre de PAMIER SARL, SPAC a cédé à PAMIER SARL 60,000,000 unités d'ORA pour un montant global de €250,000. Par transparence, chaque ORA donnant accès à une action, la valeur unitaire de l'action SPAC a été évaluée à €0.042 l'unité.

Bien qu'intervenant dans un contexte particulier, ces deux transactions définissaient des bornes de valorisation de SPAC dans son périmètre actuel, hors PAMIER SARL. Ces valorisations sont celles acceptées par FIPP (actionnaire de référence, contrôlant le Conseil d'administration). Fin 2020, SPAC a toutefois déprécié à 100% la valeur des BSA acquis la même année pour un montant global de €664k. Le résultat financier négatif de €730k était en effet « essentiellement constitué de dotations aux provisions pour dépréciation de BSA de €664k ». SPAC a donc considéré elle-même au 31 Décembre 2020 que la valeur des BSA était nulle : la valeur par action SPAC

était de ce fait considérée comme inférieure au prix d'exercice de €0,025 l'unité.

Parti pris de valorisation

Nous pouvons raisonner sur une base *fully diluted*, en acceptant l'hypothèse d'un remboursement complet des ORA s'accompagnant de l'exercice complet des BSA en circulation (€0,014 de valeur pour chacune des actions composant le capital), auquel nous ajouterions arbitrairement un montant de €2m (€0,0035 par action) correspondant soit à : i/ la valeur de la coquille ; ii/ une création de valeur ultérieure. Déduction faite d'une dette *forward* 2023 de €2m (soit €0,0034 par action), nous parviendrions à un objectif de cours de €0,014 par action. Il est à noter que la valeur de la coquille comporte un risque de réduction. A contrario, la valorisation de la création de valeur ultérieure pourra être supérieure à ce niveau en fonction de la dimension des actifs à accueillir et de la technique d'acquisition. Lesdits actifs exigeront cependant une dilution supplémentaire très significative : le prix d'émission des nouvelles actions à émettre (donc leur nombre) détermineront ainsi grandement la valeur unitaire résiduelle des actions SPAC existantes à ce jour.

Valorisation *standalone* au 9 Novembre 2021

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 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.

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 quelconque 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.

Valorisation retenue

En l'absence de possibilités de valorisation par une méthode de flux de trésorerie, de dividendes, d'Actif Net Réévalué (ANR) et compte tenu des risques multiples pesant sur le bilan (situation de dette nette, fonds propres négatifs à fin 2020 et faible à brève échéance) autant que sur la dilution future effectuée sur une base par action potentiellement basse nous retenons une valorisation unitaire de €0.04, correspondant à notre propre appréciation du prix par action future à émettre en rémunération des futurs apports actifs. SPAC ne donne aucune indication à ce sujet.

En d'autres termes, est laissée à l'entière main des actionnaires de référence actuels (principalement MM. DUMENIL et OTT) la détermination du prix d'émission des futures actions SPAC à créer. A notre connaissance, il n'existera pas de minorité de blocage pour faire pièce à une décision collégiale des actionnaires de référence. Dans la mesure où l'actuel nominal par action SPAC est de €0,01 l'unité, toute dilution massive ultérieure sur la base du nominal (sans prime d'émission, le cas échéant sans DPS) ferait converger le prix par action vers sa valeur nominale. Il est utile de rappeler, par ailleurs, que le montant nominal par action peut être réduit par décision d'Assemblée Générale. De ce fait, la valorisation finale par action SPAC pourrait techniquement s'établir à une valeur inférieure à €0,01 l'unité, en cas d'émission substantielle et très dilutive effectuée sur un prix inférieur au nominal actuel.

Valorisation

Méthodes	Valeurs (€)	Potentiel	Poids
Somme des parties	0,04	58 %	75 %
DCF	0,04	60 %	25 %
Objectif de cours	0,04	59 %	

Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions

Ratios des pairs
Ratios MyHotelMatch
Prime
Cours objectifs (€)
Vonovia
Deutsche Wohnen
Gecina
Covivio
Icade
Nexity

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC) %	6,19	Dettes (trésorerie) nette moyenne	k€	-793	
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	k€	23 473	Provisions	k€	0,00
Free cash flow de l'année 11	k€	0,00	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	k€	0,00
"g" de Durabilité	%	1,50	Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€	0,00
Valeur terminale	k€	-0,07	Valeur des fonds propres	k€	24 266
Valeur actuelle de la valeur terminale	k€	-0,04	Nombre d'actions	Th	578 876
en % de la valeur totale	%	0,00	DCF par action	€	0,04
Valeur totale actuelle	k€	23 473	Impact de la Durabilité sur le DCF	%	0,00

Evaluer le coût du capital

Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	1,00
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	3,51
Taux d'impôt normalisé	%	30,0	Bêta de la société (endettée)	x	0,71
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	21,9
Bêta sectoriel	x	0,61 ⁽¹⁾	Dettes/VE	%	18,0
Bêta de la dette	x	0,00	Taux de rentabilité exigé par les actionnaires	%	7,03
Capitalisation boursière	k€	13 133	Coût de la dette	%	2,46
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	k€	2 882	Coût des fonds propres desendettés	%	6,55
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	k€	2 982	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	6,19

1. SPAC n'ayant plus d'activité, Beta supposé égal à celui du marché. Il sera réévalué dès lors que la Société accueillera de nouveaux actifs.

Calcul du DCF

	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E	12/24E	12/25E	Croissance	12/26E
Chiffres d'affaires	k€	134	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00 %	0,00
EBITDA	k€	-240	-150	-150	-150	-150	0,00 %	-150
Marge d'EBITDA	%	-179	-14 999 900	-14 999 900	-14 999 900	-14 999 900		-14 999 900
Variation du BFR	k€	-10 169	-885	0,00	0,00	0,00	0,00 %	0,00
Cash flow d'exploitation total	k€	-10 409	-1 035	-150	-150	-150		-150
Impôts sur les sociétés	k€	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00 %	0,00
Bouclier fiscal	k€	-219	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00 %	0,00
Investissements matériels	k€	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00 %	0,00
Investissements matériels/CA	%	0,00	-100	-100	-100	-100		-100
Cash flows libres avant coût du financement	k€	-10 628	-1 035	-150	-150	-150		-150
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	k€	(2)	(3)	26 000 ⁽⁴⁾	(2)	(5)		
Free cash flow ajustés	k€	-10 628	-1 035	25 850	-150	-150		-150
Free cash flow actualisés	k€	-10 628	-1 035	24 344	-133	-125		-111
Capitaux investis	€	-0,70	0,18	0,18	0,18	0,18		0,18

2. Net de la conversion des ORA et BSA, flux quasi intégralement non cash

3. Dont €5m de gain exceptionnel provenant de l'optimisation du passif du bilan (estimation AV).

4. En l'absence de flux à actualiser, nous inscrivons ici le fruit des BSA 2023 à exercer ainsi que notre perception du goodwill à créer par la collaboration entre les actionnaires de référence.

5. Intégrant les litiges fiscaux, une marge de promotion et un BFR neutralisé.

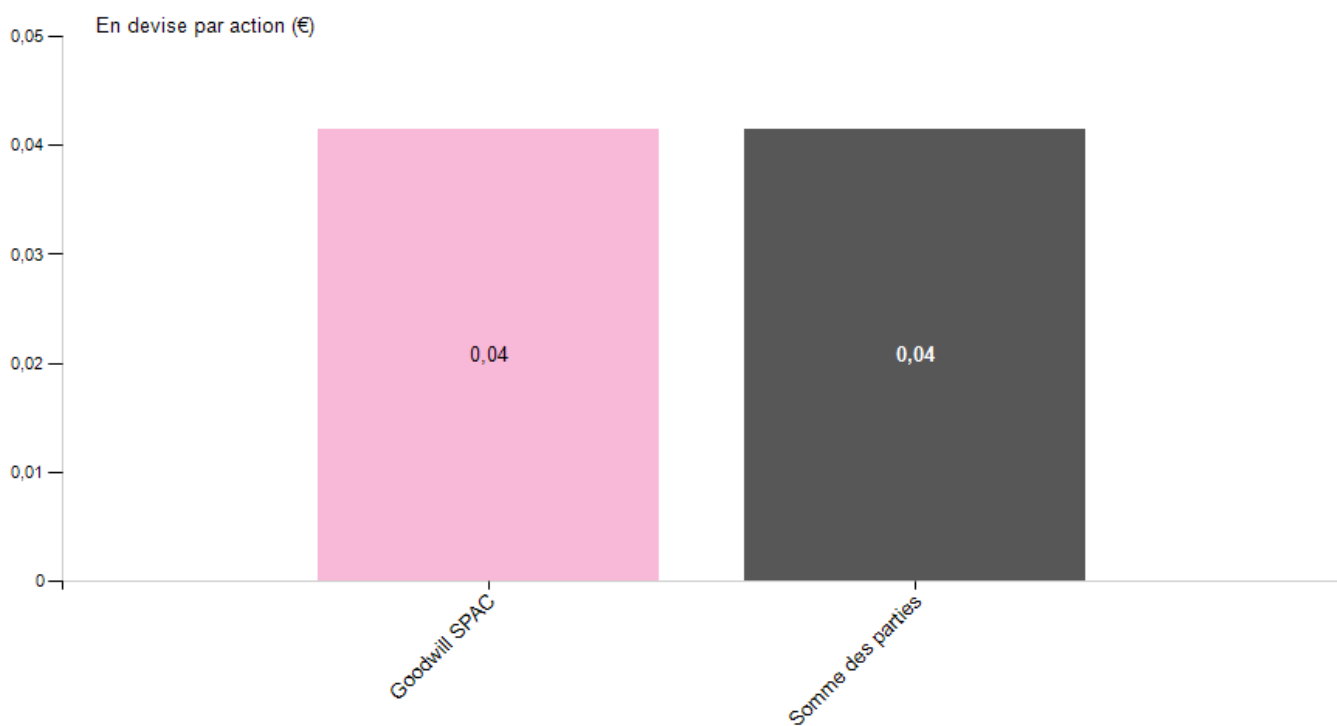
Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (k€)	Valorisation participation (k€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Goodwill SPAC	100 %	AlphaValue valuation		24 000	24 000	0,04	100 %
Autre					0,00	0,00	0,00 %
Actif brut					24 000	0,04	100 %
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					0,00 ⁽¹⁾	0,00	0,00 %
Engagements donnés							
Engagements reçus						⁽²⁾	
Somme des parties					24 000	0,04	100 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					578 876 ⁽³⁾		
Somme des parties par action (€)						0,04	
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)						36,8	

1. Basé sur les passifs exigibles 2025, déduction faite du gain exceptionnel de €5m de 2021 résultant de l'optimisation du passif du bilan (estimation AV)

2. Net de la conversion des ORA et BSA, flux quasi intégralement non cash. Dilution complète en 2023.

3. Nombre d'actions totalement dilué 2023-25



Dettes

La structure de bilan de SPAC demeure déséquilibrée, bien que largement simplifiée et assainie suite à la cession de PAMIER SARL. Le compte courant d'associé de FIPP (€1m *forward* 2023 sauf en cas d'exercice des BSA 2023), fait peser le risque d'une conversion en capital à un prix non déterminable. Nous rappelons que le nominal de l'action FPN est de €0.01 l'unité, qu'une augmentation de capital ne peut se faire en dessous du nominal, mais que l'abaissement de ce nominal est une pratique courante dans le cadre des recapitalisations, menant souvent à une dilution totale des actionnaires initiaux. En marge nous pouvons rappeler ici que le nombre d'actions SPAC en circulation était de 4.3m début 2015. Compte tenu des émissions de titres dilutifs en 2014 et de leur exercice depuis, 166m d'actions circulaient mi-2021 et 201m en Novembre 2021. En supposant la conversion complète des ORA et l'exercice total des BSA 2023, le nombre d'actions composant le capital sera porté à 580m en Décembre 2023.

A des fins de lisibilité, nos estimations reclassent en dettes le montant des ORA (soit €5.9m à Décembre 2020). Celles-ci sont obligatoirement remboursables en actions et constituent une ressource stable pour la Société jusqu'à échéance. Leur conversion est sans impact sur la trésorerie de la Société. Nous scénarisons la totale conversion des ORA résiduelles en 2023, soit leur date d'échéance.

Suite à l'acquisition par la Société de 97% des BSA en circulation au S1 20, et de la distribution de BSA intervenue fin 2021, nous intégrons l'exercice des BSA en deux tranches, principalement en 2022 et le solde en 2023.

SPAC ne dispose pas de ligne de crédit non tirée. Seul FIPP s'est engagé en 2020, sous conditions, à couvrir les besoins de SPAC jusqu'au Avril 2022, dans une limite évaluée à €0.7m. Nous supposons que FIPP sera remboursé de son compte courant d'actionnaires dès encaissement par la Société du fruit de l'exercice des BSA en 2022-23.

Il est à noter qu'en l'absence de toute filiale, SPAC ne publie pas de comptes consolidés.

Detailed financials at the end of this report

Financement et liquidité

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
EBITDA	k€	-240	-150	-150	-150
Cash flow des opérations	k€	-970	-150	-150	-150
Fonds propres	k€	-6 726	-2 698	4 651	7 343
Dette brute	k€	6 033	2 993	2 093	0,00
+ Trésorerie brute	k€	4,17	110	6 560	7 160
= Dette nette / (trésorerie)	k€	6 029	2 882	-4 468	-7 160
Autorisations de découvert non tirées	k€	705 ⁽⁶⁾	0,00 ⁽⁷⁾	0,00 ⁽⁸⁾	0,00 ⁽⁹⁾
Ratio d'endettement	%			-17,0	-79,2
Fonds propres/Actif total (%)	%	965	-1 459	2 530	4 016
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-25,1	-19,2	29,8	47,7
Dette brute ajustée/EBITDA(R)	x	-25,2	-20,0	-14,0	0,00
Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...)	%	-871	1 014	31,0	0,00
Ebit cover	x	-0,33	-15 000	-15 000	-15 000
CF des opérations/dette brute	%	-16,1	-5,01	-7,17	
CF des opérations/dette nette	%	-16,1	-5,20	3,36	2,09
FCF/Dette brute ajustée	%	-185	-34,6	-7,17	
(Trésor. brute + FCF + Découverts)/Dette CT	x	-70,8	-0,78	3,06	
FCF/Dette CT	x	-75,6	-0,87	-0,07	

6. Suite au désengagement partiel de FIPP au S1 20, FPN ne bénéficie à notre connaissance d'aucun engagement de soutien ferme en trésorerie de la part de ses actionnaires à date du 2 Juillet 2020.

7. Suite au désengagement partiel de FIPP au S1 20, FPN ne bénéficie à notre connaissance d'aucun engagement de soutien ferme en trésorerie de la part de ses actionnaires à date du 2 Juillet 2020. La continuité d'exploitation 2021 dépend donc de ressources non sécurisées.

8. Suite au désengagement partiel de FIPP au S1 20, FPN ne bénéficie à notre connaissance d'aucun engagement de soutien ferme en trésorerie de la part de ses actionnaires à date du 2 Juillet 2020. La continuité d'exploitation 2022 dépend donc de ressources non sécurisées.

9. Suite au désengagement partiel de FIPP au S1 20, FPN ne bénéficie à notre connaissance d'aucun engagement de soutien ferme en trésorerie de la part de ses actionnaires à date du 2 Juillet 2020. La continuité d'exploitation 2023 dépend donc de ressources non sécurisées.

A Savoir

Le Conseil d'administration de SPAC dispose de larges pouvoirs aux fins d'augmenter le capital social par émission de titres et divers dans une limite de €500m, notamment par suppression de DPS ou en contrepartie d'un apport en nature. Compte tenu de la structure de bilan de la Société, l'existence et la nature même de ces autorisations (dilution massive possible) ne sont pas protectrices pour l'actionnaire minoritaire. En l'état, ces autorisations ne peuvent être exercées que sur la base minimale du nominal actuel.

En Juin 2020 le Groupe OTT a signalé que SPAC avait acquis elle-même 97% des BSA résiduels en circulation à fin 2019 (estimation AV). Dans l'hypothèse où ces BSA ne seraient pas exercés suite à leur distribution de fin 2021, SPAC sera privée de l'équivalent de €8.4m devant résulter de la création de 340m d'actions par exercice de BSA à €0.025 par action d'ici 2023 (en 2019, leur date d'échéance avait été reportée de Décembre 2019 initialement à Décembre 2023 et leur prix d'exercice diminué de €0.050 initialement à €0.025). Le rachat de BSA par la Société, outre le *cash-out* afférent, a accentué la dépendance de la Société vis-à-vis de ses actionnaires de référence pour ce qui est de son financement à court et moyen terme.

Aux derniers comptes disponibles, la trésorerie disponible de SPAC était nulle. La continuité d'exploitation est assurée par FIPP (actionnaire de référence) jusque Avril 2022 dans la limite de €705k. Ce soutien prendrait fin « en cas de changement de majorité au Conseil d'Administration [contrôle aujourd'hui détenu par la famille DUMENIL] ».

A fin 2020, le compte courant d'actionnaire de FIPP (Groupe DUMENIL) dans SPAC est de €0.06m, soit supérieur à la trésorerie disponible de la Société.

Nous estimons le déficit d'exploitation annuel à environ €0.15m annuels qui est à mettre en rapport avec la valorisation retenue. L'absence de déploiement de stratégie sur 5 ans coûterait ainsi l'équivalent de €0.8m, pesant sensiblement sur la valorisation par action SPAC. La rapidité du redéploiement stratégique sera de ce fait également décisive dans le processus d'évaluation de SPAC à l'avenir.

Compte tenu des remarques qui précèdent, nous choisissons de laisser SPAC sous statut *funding issue* jusqu'à l'exercice des BSA 2023.

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
Ott Partners	19,5 %	19,5 %	0,00 %
FIPP	14,6 %	14,6 %	0,00 %
Bernard GAUTHIER	12,0 %	12,0 %	0,00 %
Advenis (Avenir Finance)	2,10 %	2,10 %	2,10 %
SPAC Treasury shares	0,00 %	0,00 %	0,00 %
PAMIER SARL	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Flottant			53,9 %

Sustainability

En l'absence d'actif, SPAC étant une coquille vide, cette rubrique ne peut être renseignée.

Score de durabilité

La durabilité est constituée d'éléments analytiques contribuant au E, au S et au G, qui peuvent être mis en évidence comme précurseurs de la durabilité et peuvent être combinés de manière satisfaisante.

	Score	Poids
Gouvernance		
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	0/10	25 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration	4/10	20 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif	✘	5 %
Environnement		
Emissions CO ²	1/10	25 %
Prélèvement d'eau	2/10	10 %
Social		
Évolution de la dispersion des salaires	0/10	5 %
Satisfaction au travail	0/10	5 %
Communication interne	10/10	5 %
Score de durabilité	1,8/10	100%

Gouvernance & Management

OTT Partners (groupe Jean-François OTT) a annoncé le 12 juin 2020 détenir 29.9% du capital de Foncière Paris Nord (FPN). Selon avis AMF du 10 Mai 2021, il détient 19% du capital. FIPP (famille DUMENIL) détient 15% du capital et M. GAUTHIER 12%. Ils détiennent ensemble de fait la majorité en Assemblée Générale. Il n'existe d'action de concert ou de pacte d'actionnaire entre aucune des entités ci-dessus.

Suite à la cession par SPAC de 60,000,000 d'unités d'Obligations Remboursables en Actions à PAMIER SARL (contrôlée par FIPP) en 2020, la famille DUMENIL conserve l'option de monter à environ 35% du capital *fully diluted* (estimations AV, hors exercice de tout BSA) à horizon 2023. Elle conserverait alors une minorité de blocage. La répartition du solde des ORA et BSA en circulation n'étant pas publique (notamment suite à l'exercice de 30m d'unités par GLOBALTECH – M. GAUTHIER – en 2021), nous ne pouvons déterminer précisément la physionomie du capital *fully diluted* à fin 2023 (dont part OTT).

FPN est constituée en Conseil d'Administration. Jusque Juin 2021, ce dernier était composé à 100% par des membres du groupe DUMENIL, actionnaire de référence de FPN avec 15% du capital (au 10 Mai 2021). Le groupe DUMENIL porte sa participation dans SPAC via FIPP et minoritairement via la filiale de cette dernière, PAMIER SARL. Le groupe DUMENIL comporte notamment Acanthe Développement, concentré sur des actifs immobiliers parisiens de haut de gamme. M. DUMENIL est PdG d'Acanthe, Mlle Laurence DUMENIL (sa fille) est également administratrice tout comme la sœur de cette dernière, Mme Valérie GIMOND-DUMENIL.

Outre M. DUMENIL, nommé P-DG en 2021, figurent comme administrateurs : i/ Mlle Laurence DUMENIL (fille de M. Alain DUMENIL) depuis Juillet 2017 ; ii/ Mme Valérie GIMOND-DUMENIL (fille de M. Alain DUMENIL), depuis Juillet 2017 ; iii/ M. Jean-François OTT nommé en 2021 et iv/ M. KHOI nommé en 2021.

La gouvernance de SPAC a maintes fois évolué au cours des années. MM. Jean-François OTT et Nicolas TOMMASINI (groupe OTT) nommés administrateurs fin 2014 ont démissionné en 2017. M. Michael BENMOUSSA (groupe OTT) a été nommé Administrateur et P-DG en 2012, démissionnant de ses fonctions de P-DG en 2013 et remettant son mandat d'Administrateur en 2014. Suite à l'évolution du capital du 12 Juin 2020, OTT Partners détenait 29.9% du capital (61.5% du capital dilué) et 19.5% en Mai 2021.

En Mai 2021, M. GAUTHIER a exercé des ORA prenant ainsi 12% du capital (avis AMF du 11 Juin 2021). M. GAUTHIER n'était pas actionnaire de SPAC en 2019 à notre connaissance.

La nomination de M. OTT au mandat d'Administrateur et aux fonctions de Directeur Général Délégué en 2021 a rétabli une gouvernance plus en phase avec la répartition actuelle du capital. En dépit de sa position de minoritaire, le

Conseil d'administration reste contrôlé par la famille DUMENIL avec trois sièges sur cinq.

Score de gouvernance

Société (Secteur)



5,6 (7,0)

Independent board










Non

Paramètres	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du Conseil d'Administration	5	9	10/10	5,0 %
Féminisation du Conseil d'Administration (%)	40	36	7/10	5,0 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)	80	84	4/10	10,0 %
Age moyen des membres du CA	54	58	8/10	5,0 %
Type de société : Small cap, contrôlée			4/10	10,0 %
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	0	50	0/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✓	10,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✗	0,0 %
Le Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction			✓	5,0 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus			✓	5,0 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration			✗	5,0 %
Statuts intelligibles et simples			✓	15,0 %
Score de gouvernance			5,6/10	100,0 %

Management

Nom	Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€ (year)	
					Trésorerie	Rémunération en titres
Alain DUMENIL	M  DG	1949	2021		0,00 (2020)	388 (2020)
Jean-François OTT	M  DG Adjoint	1965	2021		0,00 (2020)	532 (2020)

Conseil d'administration

Nom	Indep.	Fonction	Fin du mandat actuel	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Jetons de présence, en k€ (année)		Valeur des titres, en k€ (année)	
Alain DUMENIL	M	  ✗	Membre	2023	1949	2012		(2021)		(2021)
Laurence DUMENIL	F	  ✗	Membre	2023	1980	2017	0,00 (2020)			(2020)
Valérie GIMOND-DUMENIL	F	  ✗	Membre	2023	1983	2017	0,00 (2020)			(2020)
Anthony KHOI	M	 ✗	Membre	2024	1960	2021	0,00 (2020)			(2020)
Jean-François OTT	M	  ✗	Membre	2026	1965	2021		(2021)		(2021)

Environnement

En l'absence d'actif, SPAC étant une coquille vide, cette rubrique ne peut être renseignée.

Score d'Environnement

Ensembles de données évalués en tant que tendances sur un calendrier glissant, en fonction du secteur























Paramètres	Score	Secteur	Poids
Energie	1/10	4/10	25 %
Emissions CO ²	1/10	4/10	30 %
Déchets	1/10	4/10	15 %
Prélèvement d'eau	2/10	4/10	30 %

Société (Secteur)

1,30 (3,93)

Paramètres environnementaux

Données sectorielles

Société	Pays	Score d'Environnement	Energie (totale, GJ)	Emissions CO ₂ (tonnes)	Prélèvement d'eau (m ³)	Déchets (total, tonnes)
MyHotelMatch		1/10				
HIAG		5/10	81 092	3 014	83 860	
Unibail-Rodamco-Westfield		6/10	2 264 648	45 603	5 996 531	83 482
Landsec		6/10	518 485	25 988	665 258	36 272
British Land Co		5/10	492 246	18 906	658 932	74 113
Hammerson		5/10	291 668	17 908	707 969	17 855
Segro		6/10	1 174 100	3 758	338 902	n/a
Klépierre		6/10	1 166 900	20 883	2 900 000	45 327
Covivio		8/10	377 788	4 906	1 831 615	7 694
Icade		4/10	3 794 591	8 500	1 673 585	5 552
Wereldhave		5/10	163 026	3 070	219 028	5 101
PSP Swiss Property		6/10	342 559	9 847	323 887	
Nexity		8/10	44 197	4 239	40 206	0
Gecina		6/10	690 819	14 316	n/a	1 091
Swiss Prime Site		5/10	749 419	14 771	593 074	
Allreal Holding		4/10	260 438	9 562		
Mercialys		5/10	168 102	6 090	147 213	7 348
Deutsche Euroshop		5/10	228 046	18 844	381 924	5 434
Inmobiliaria Colonial		6/10	539 222	4 926	270 740	249 179
Deutsche Wohnen		3/10	5 557 960	275 061	8 583 640	18 962
VIB Vermögen		7/10	17 726	7 150	43 203	121
Vonovia		7/10	375 376	877 217	68 448	904

Social

En l'absence d'actif, SPAC étant une coquille vide, cette rubrique ne peut être renseignée.

Social score

Société (Secteur)

1,6 (5,9)

Paramètres Quantitatifs (67 %)

Ensemble de mesures numériques liées au personnel, disponibles dans le modèle propriétaire AlphaValue, visant à établir un classement sur les questions sociales et de ressources humaines.

Paramètres	Score	Poids
Evolution du personnel total	4/10	20 %
Evolution du salaire moyen	1/10	35 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les frais de personnel	1/10	25 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les impôts	1/10	20 %
Évolution de la dispersion des salaires	0/10	0 %
Bonus Effectif et Retraites (0 ou 1)	0	
Quantitative score	1,6/10	100%

Paramètres Qualitatifs (33 %)

Ensemble de critères qualitatifs, à cocher par l'analyste

Paramètres	Score	Poids
Accidents du travail	0/10	25 %
Developpement des ressources humaines	2/10	35 %
Paye	0/10	20 %
Satisfaction au travail	0/10	10 %
Communication interne	10/10	10 %
Score Qualitatif	1,7/10	100%

Les analystes d'AlphaValue cochent des cases sur les composantes essentielles de la vie sociale et des ressources humaines de l'entreprise.

La décision de cocher Oui ou Non est en grande partie une évaluation qui combine la communication de l'entreprise sur la question pertinente et le meilleur jugement de l'analyste à partir de son expérience.

Score Qualitatif

Paramètres	Oui  / Non 	Poids
Accidents du travail		25 %
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?		10,0 %
Les accidents du travail sont-ils en diminution?		15,0 %
Developpement des ressources humaines		35 %
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées		3,5 %
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)		3,5 %
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?		3,5 %
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?		3,5 %
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?		3,5 %
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?		3,5 %
Les talents sont-ils restés?		3,5 %
Les managers ont-ils des objectifs de management?		3,5 %
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?		3,5 %
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?		3,5 %
Paye		20 %
Existe-t-il un comité de rémunération ?		6,0 %
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?		14,0 %
Satisfaction au travail		10 %
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?		3,3 %
Chacun peut-il y participer?		3,4 %
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?		3,3 %
Communication interne		10 %
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?		10,0 %
Score Qualitatif	1,7/10	100.0%

Effectifs et retraites

La Société n'ayant plus d'activité opérationnelle, son effectif est constitué d'une seule personne à fin 2020. Son P-DG est rémunéré €36,000 par an (hors charges, RA 2020). M. DUMENIL ayant été nommé P-DG en 2021, la future politique de rémunération n'est pas connue.

Les administrateurs ne perçoivent pas de jeton de présence.

Recent updates

26/11/2021

Changement d'opinion, lié aux mouvements sur les marchés, de Alléger à Achat

11/11/2021

Reprise prochaine des acquisitions

Changement d'Opinion

Alléger vs Achat

Le potentiel de hausse est insuffisant pour conserver une opinion Achat en l'état. Cette opinion sera révisée à la lumière des acquisitions à venir, et en fonction de la création de valeur à attendre (loyers, plus-values latentes, type d'actifs etc.).

Changement d'Objectif de cours

€ 0,04 vs 0,05 -21,8 %

L'objectif de cours par action correspond à la somme des éléments suivants: i/ cash-in à provenir de l'exercice des BSA 2023 pour €8.5m; ii/ goodwill supposé lié aux fruits de la collaboration à venir entre les actionnaires de référence (anticipation d'une création de valeur future). Cet objectif suppose en premier lieu que les titres à émettre à l'avenir en rémunération des apports d'actifs le seront autour de la cote actuelle de €0.04 l'unité. En cas d'émission massive de nouveaux titres que ce soit au nominal de €0.01 ou au prix d'exercice des BSA 2023 de €0.025, l'objectif de cours s'avérerait substantiellement inférieur à €0.03.

Changement d'EPS

2021 : € 0,00 vs -0,01 ns
2022 : € 0,00 vs 0,00 ns

En l'état, SPAC ne dispose d'aucun actif et ne supporte que quelques frais fixes de fonctionnement. Les BPA sont donc nuls. Ils seront ajustés à la faveur de chaque acquisition.

Changement de NAV

€ 0,04 vs 0,05 -19,8 %

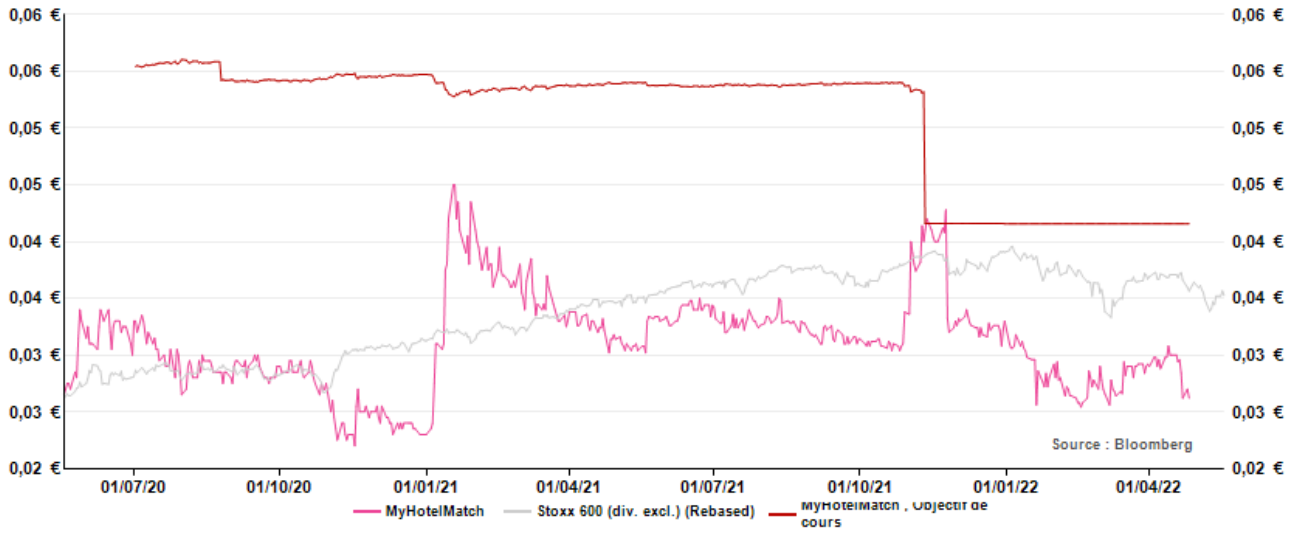
Notre ANR tient compte d'un goodwill lié à la personnalité des actionnaires de référence et à une création de valeur attendue. Cette SOTP est fortement dépendante du prix d'émission des actions futures devant rémunérer les apports d'actifs étoffant le portefeuille.

Changement de DCF

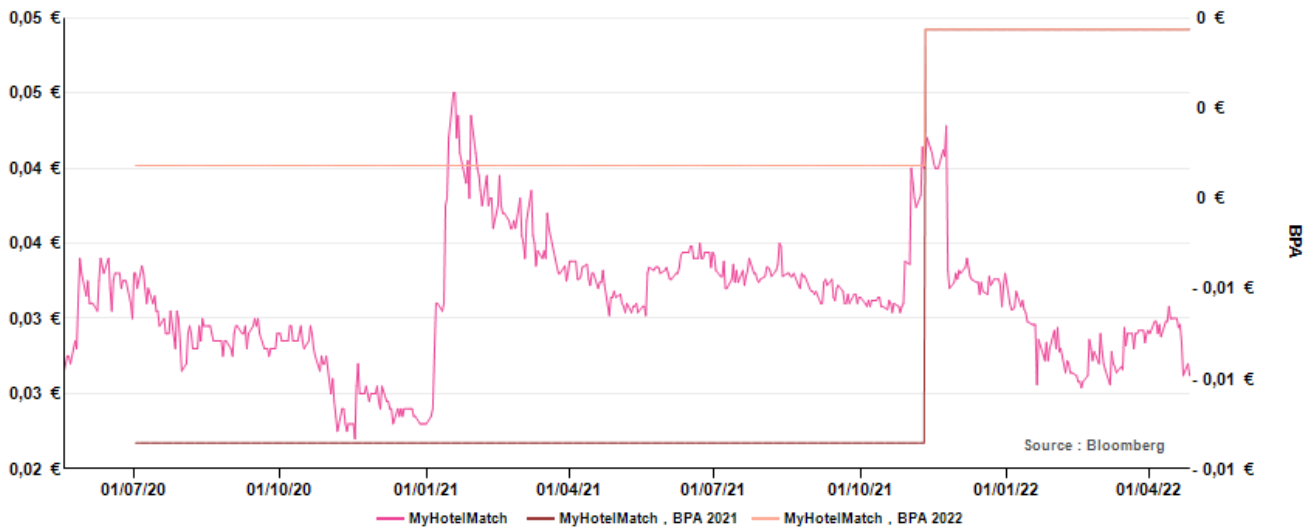
€ 0,04 vs 0,06 -27,3 %

En l'absence d'actif, les flux à actualiser sont nuls. Nous comptabilisons toutefois en année 1 un actif correspondant au goodwill résultant de la collaboration entre les actionnaires de référence.

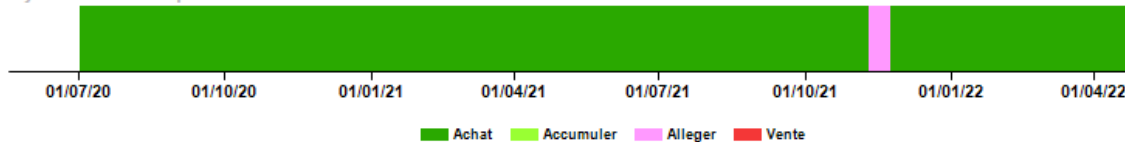
Cours & Objectif de cours



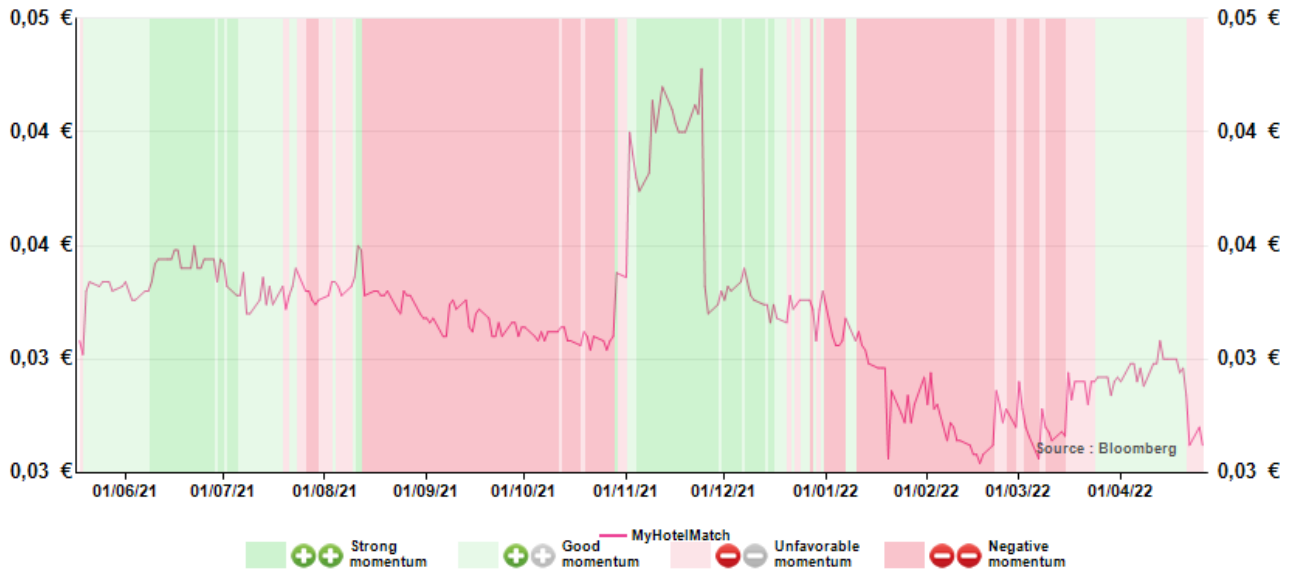
Bénéfices par action et Opinion



MyHotelMatch : Opinion



Momentum





L'analyse par le momentum consiste à évaluer la tendance boursière sur un instrument financier, à partir de l'analyse des flux d'échanges sur cet instrument. Les principaux indicateurs utilisés dans notre outil de momentum sont les moyennes mobiles simples sur 3 échelles de temps : le court terme (20 jours de bourse), le moyen terme (50j) et le long terme (150j).


Le positionnement de ces moyennes mobiles les unes par rapport aux autres nous indique l'orientation des flux sur ces 3 échelles de temps. Par exemple si les moyennes mobile courtes et intermédiaires sont au dessus de la moyenne longue cela détermine une orientation haussière à confirmer.


Nous prenons également en compte la position du dernier cours de bourse par rapport aux trois moyennes mobiles (indicateur avancé) ainsi que la dynamique de ces 3 moyennes -baissière, neutre, haussière- qui est plutôt un indicateur retardé.

Les indications directionnelles données par les flux au travers des moyennes mobiles et les cours doivent être confirmées par les volumes pour valider le signal. Nous utilisons pour cela un calcul de hausse moyenne des volumes sur 10 semaines complété par un calcul relatif sur les volumes à la hausse et les volumes à la baisse pour valider nos analyses

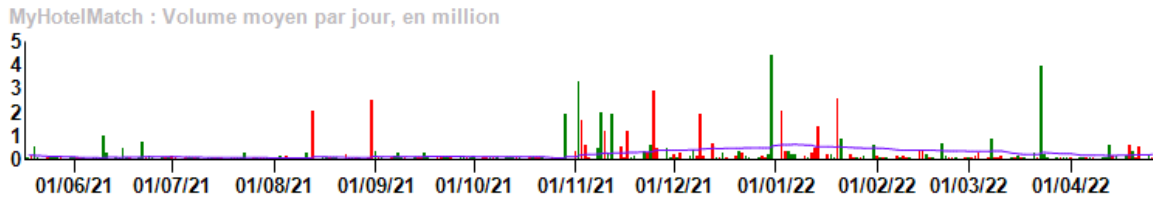
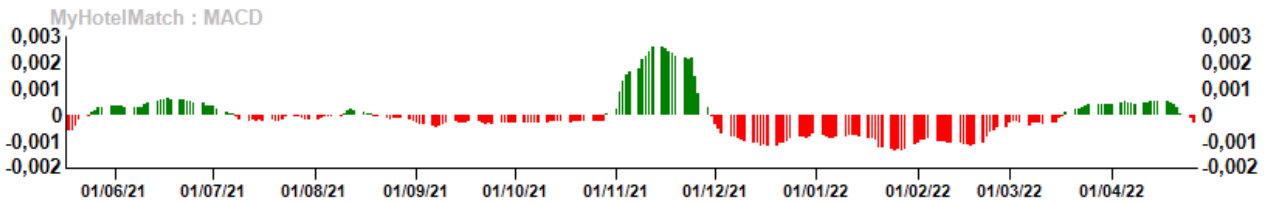
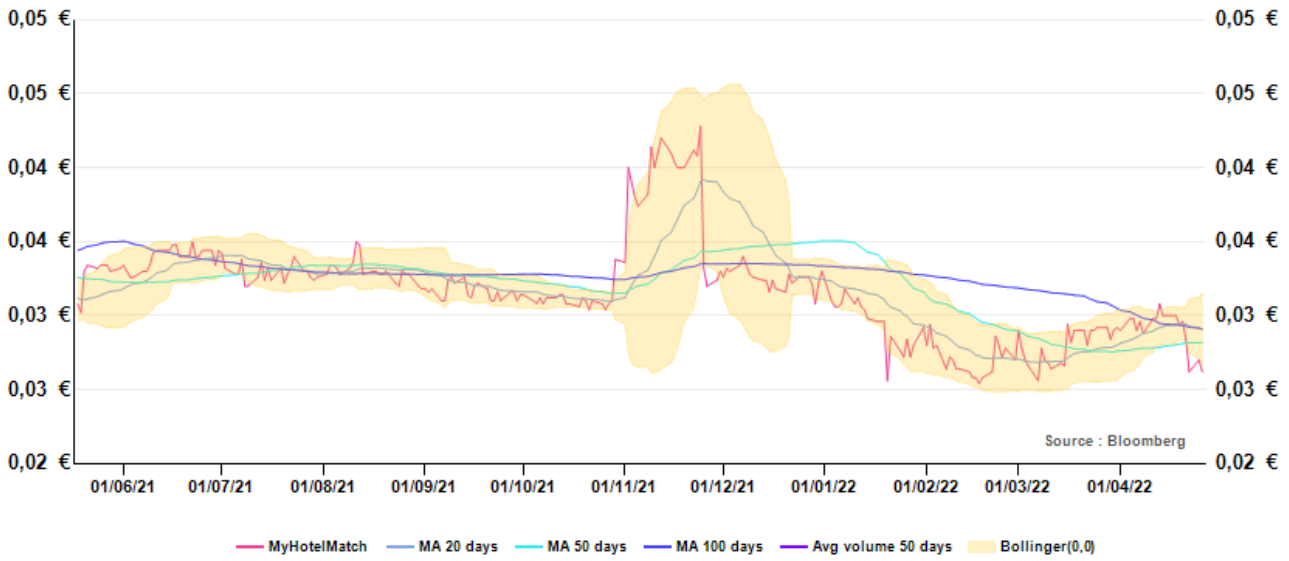
 : Momentum fortement positif correspondant à une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

 : Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

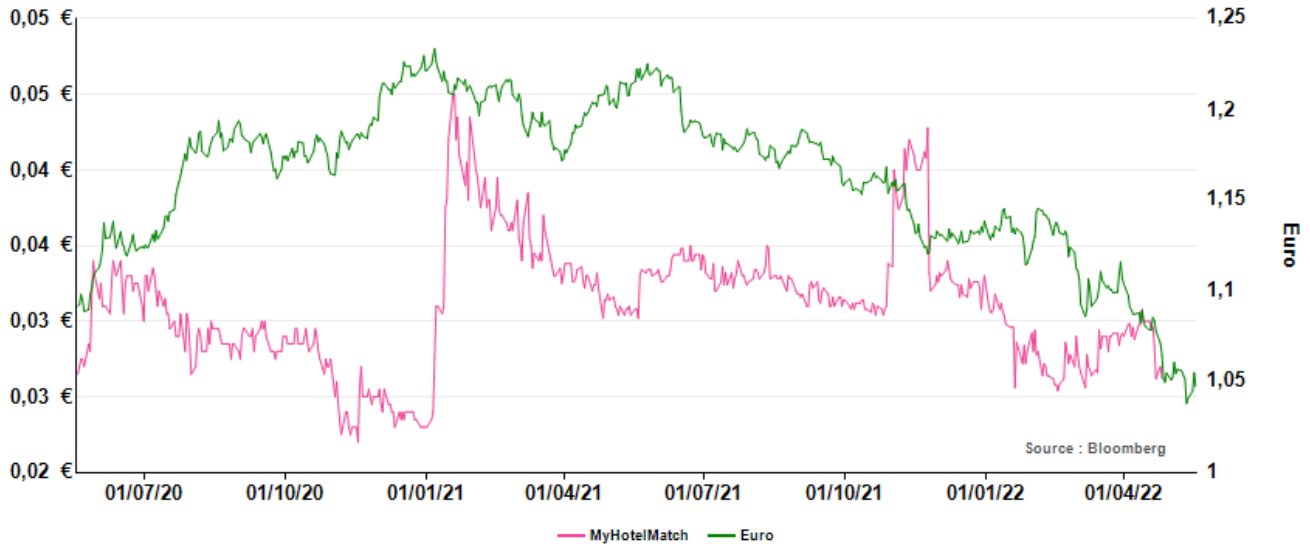
 : Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

 : Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

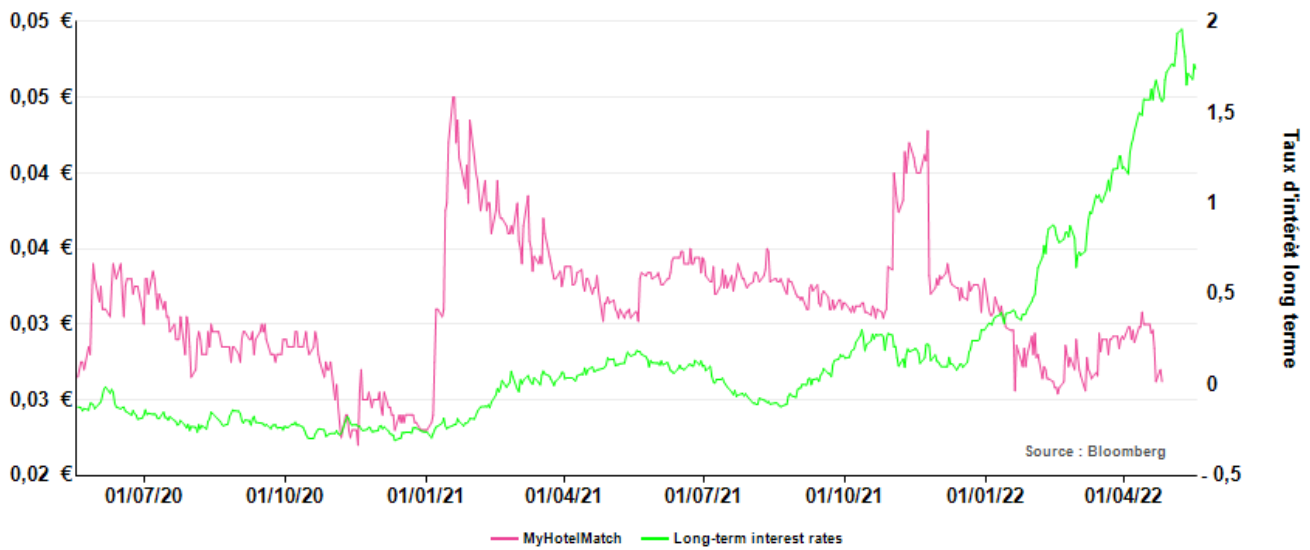
Moyenne mobile MACD & Volume



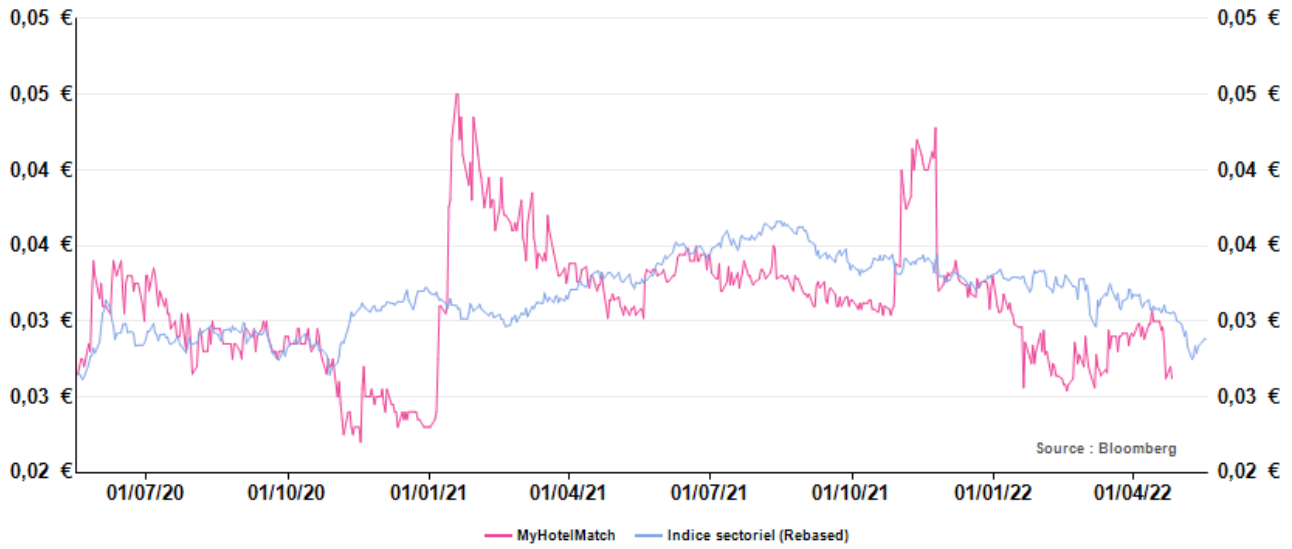
Euro sensibilité



Long-term interest rates sensibilité



Secteur Immobilier



Données financières

Clefs de valorisation

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
PER ajusté	x	-3,09	ns	ns	ns
PER publié	x	-3,26	-45,1	-87,0	-100
VE/EBITDA(R)	x	-38,6	-64,6	-57,8	-53,4
EV/EBIT	x	-38,4	-64,6	-57,8	-53,4
EV/Sales	x	69,3	ns	ns	ns
P/ANC	x	-0,48	-2,52	2,82	2,07
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	-345	-15,2	-1,14	-0,99
Cours moyen	€	0,03	0,03	0,03	0,03

Compte d'exploitation consolidé

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires	k€	134	0,00	0,00	0,00
<i>Croissance du CA</i>	%	ns	-100,0	0,00	0,00
<i>CA par employé</i>	k€	132	0,00	0,00	0,00
Achats et coûts externes (incl. IT)	k€	-373	-150	-150	-150
Coûts de personnel	k€	-49,6	-50,3	-51,1	-51,8
Loyers de location opérationnelle	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Coût des ventes (indicatif)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
EBITDA	k€	-240	-150	-150	-150
EBITDA(R)	k€	-240	-150	-150	-150
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	-179	ns	ns	ns
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	-236	-146	-143	-141
Dotations aux amortissements	k€	-1,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	0,75	100	100	100
Dépréciations	k€	0,00 ⁽¹⁰⁾	0,00 ⁽¹⁰⁾	0,00 ⁽¹⁰⁾	0,00 ⁽¹⁰⁾
Résultat opérationnel courant	k€	-241	-150	-150	-150
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	-180	ns	ns	ns
Autres revenus/dépenses (cash)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres rev./dép. (non cash; incl. réévaluat° d'actifs)	k€	-20,4 ⁽¹¹⁾	-1,00	-1,00	-1,00
Valeur actuelle des instruments d'exploitation	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat des JV	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendes versés par les JV</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Cash flow provenant des JV</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dépréciation des survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	-261	-151	-151	-151
Charges financières	k€	-730	-0,01	-0,01	-0,01 ⁽¹²⁾
<i>dont effectivement décaissé</i>	k€	-730	-0,01	-0,01	-0,01
Produits financiers	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres produits (charges) financiers	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat financier net	k€	-730	-0,01	-0,01	-0,01
<i>dont services des engagements de retraites</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Profits avant impôts et exceptionnels	k€	-991	-151	-151	-151
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	k€	0,00	0,00 ⁽¹³⁾	0,00	0,00
<i>dont composante cash</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt courant	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Déficits fiscaux reportables	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôts différés	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Taux d'imposition</i>	%	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Marge nette</i>	%	-742	ns	ns	ns
Mises en équivalence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dividendes versés aux minoritaires</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat des activités destinées à être cédées	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net pdg	k€	-991	-151	-151	-151
Dépréciation des survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	k€	-4 247 ⁽¹⁴⁾	1,00 ⁽¹⁴⁾	1,00 ⁽¹⁴⁾	1,00 ⁽¹⁴⁾
Résultat net ajusté, pdg	k€	-5 238	-150	-150	-150
Economie d'intérêts	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat corrigé et dilué	k€	-5 238	-150	-150	-150
NOPAT	k€	-183	-106	-106	-106

10. Montants non cash soit réévaluations de l'actif à sa valeur de marché à partir de la 1ère année de prévision. FPN comptabilise l'actif en valeur historique amortie jusque 2019. A partir de la 1ère année de prévision nous adoptons une valorisation mark to market conforme aux standards de présentation EPRA adopté par l'essentiel des foncières couvertes par AlphaValue.

11. FPN n'ayant plus d'activité, nous normalisons le bilan dès la 1ère année de prévision. Les litiges commerciaux sont supposés soldés défavorablement et payés (hors taxes foncières). Le BFR est progressivement neutralisé.

12. FPN paiera en 2023 (intégrés en ligne bilan / ORA) les frais financiers capitalisés liés aux ORA, soit un maximum d'environ €0.4m.

13. Gain exceptionnel de €5m résultant de l'optimisation du passif du bilan (estimation AV)

14. Pour parvenir à un résultat cash nous retraitions les éléments non-cash du compte de résultat (réévaluations et optimisation du bilan).

Tableau de financement

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
EBITDA	k€	-240	-150	-150	-150
Variation du BFR	k€	-10 169 ⁽¹⁵⁾	-885 ⁽¹⁵⁾	0,00 ⁽¹⁵⁾	0,00
<i>dont (augm.)/dimin. des créances clients</i>	k€	689	0,00	0,00	0,00
<i>dont (augm.)/dimin. des stocks</i>	k€		0,00	0,00	0,00
<i>dont augm./dimin. des dettes fournisseurs</i>	k€	-10 858	-885	0,00	0,00
<i>dont augm./dimin. autres dettes</i>	k€		0,00	0,00	0,00
Dividendes reçus des mises en équivalence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Eléments exceptionnels	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres cash flows d'exploitation	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flows d'exploitation total	k€	-10 409	-1 035	-150	-150
Investissements matériels	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	0,00	100	100	100
Acquisitions de titres	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres flux d'investissement	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Charges financières nettes	k€	-730	-0,01	-0,01	-0,01
<i>dont compasante cash</i>	k€	-730	-0,01	-0,01	-0,01
Dividendes (maison mère)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendes payés aux minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€	1 314 ⁽¹⁶⁾	4 181	7 500	2 843 ⁽¹⁷⁾
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
(Aug.)/réduction de la dette nette	k€	-15 564	-3 040	-900	-2 093
Autres flux financiers	k€	0,00	0,00	0,00	0,00 ⁽¹⁸⁾
Flux financiers totaux	k€	-14 980	1 141	6 600	750
Variations de périmètre	k€	-1 534	0,00	0,00	0,00
Variation de la trésorerie	k€	-26 923	106	6 450	600
Variation de la dette nette	k€	-11 359	3 147	7 350	2 693
Cash flow disponible (avant div)	k€	-11 139	-1 035	-150	-150
Cash flow opérationnel	k€	-10 409	-1 035	-150	-150
<i>Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)</i>	%	0,00	0,00	0,00	0,00

15. FPN étant sans activité à partir de 2020, nous normalisons progressivement le BFR vers la neutralité.

16. Effet de la conversion des ORA

17. Effet de la conversion des ORA et des BSA résiduels, nets de la neutralisation presque complète de ces derniers au S1 20 (source: Ott Partners).

18. Coût cash estimé des frais financiers capitalisé sur l'ORA. Estimation AV.

Bilan		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
R&D immobilisée	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations incorporelles	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total actif incorporel	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations corporelles	k€	74,3 ⁽¹⁹⁾	73,3 ⁽²⁰⁾	72,3 ⁽²⁰⁾	71,3 ⁽²¹⁾
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	k€	1,90	0,00	0,00	0,00
Instruments dérivés liés aux op couverture (part LT)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immo. financières (optique de placement)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont disponible à la vente</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
BFR	k€	-773	112	112	112
<i>dont clients (+)</i>	<i>k€</i>	<i>112</i>	<i>112</i>	<i>112</i>	<i>112</i>
<i>dont stocks (+)</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>dont fournisseurs (+)</i>	<i>k€</i>	<i>885</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>dont engagements courants (+)</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Autres actifs courants	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont actifs d'impôts</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Actif total (net des engagements CT)	k€	-697	185	184	183
Capitaux propres part du groupe	k€	-6 726	-2 698	4 651	7 343
Quasi-fonds propres et actions de préférence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres provisions pour risques et charges	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Charges d'IS	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres charges	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	k€	6 029	2 882	-4 468	-7 160
Passifs totaux	k€	-697	185	184	183
Endettement net moyen / (trésorerie)	k€	13 801	4 456	-793	-5 814

19. Montants non cash soit réévaluations de l'actif à sa valeur de marché à partir de la 1ère année de prévision. FPN comptabilise l'actif en valeur historique amortie jusque 2019. A partir de la 1ère année de prévision nous adoptons une valorisation mark to market conforme aux standards de présentation EPRA adopté par l'essentiel des foncières couvertes par AlphaValue. Le flux 2025 intègre la marge de promotion potentielle dans le cas où FPN effectuée elle-même le redéveloppement du site. This amount is linked to non cash items, or the positive revaluation we expect resulting from potential valuation methods changes (AV's assumption). Until 2019, the asset was accounted at its book value. As from 2020, we shift to a mark to market valuation method, based on market value of assets.

20. Valeur de bilan réévaluée à sa valeur de marché (estimation AV) soit un changement de méthode comptable vs. celle initiale du coût historique d'acquisition amorti. Flux sans impact sur la dette ou la trésorerie.

21. Valeur de bilan réévaluée à sa valeur de marché (estimation AV) soit un changement de méthode comptable vs. celle initiale du coût historique d'acquisition amorti. Flux sans impact sur la dette ou la trésorerie, mais touchant favorablement les fonds propres comptables.

Valeur d'entreprise		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
VE/EBITDA(R)	x	-38,6	-64,6	-57,8	-53,4
VE/EBIT	x	-38,4	-64,6	-57,8	-53,4
VE/CA	x	69,3	ns	ns	ns
EV/Capital investi	x	-13,3	52,4	47,1	43,8
Capitalisation boursière	k€	3 229	6 810	13 133	15 167
+ Provisions (incluant les retraites)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	k€	6 029	2 882	-4 468	-7 160
+ Droits d'utilisation (depuis 2019) / Dette implicite aux immo. en ...	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	k€				
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	k€	9 258	9 692	8 665	8 006

Données par action

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-0,01	0,00	0,00	0,00
<i>Croissance des BPA</i>	%	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
BPA publié	€	-0,01	0,00	0,00	0,00
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dont paiement exceptionnel	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow libre par action	€	-0,02	0,00	0,00	0,00
Cash flow opérationnel par action	€	-0,11	-0,01	0,00	0,00
Actif net comptable par action	€	-0,06	-0,01	0,01	0,01
Actif net réévalué par action	€	0,28	0,16	0,08	0,07
Nombre d'actions ordinaires	Th	115 629	201 255	501 255	578 876 ⁽²²⁾
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Th	115 629	201 255	501 255	578 876
Nombre d'actions pour Capi.	Th	115 629	201 255	501 255	578 876 ⁽²²⁾
Autocontrôle (fin d'année)	Th				
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Th	115 629	201 255	501 255	578 876
Nombre d'actions ordinaires moyen	Th	99 129	158 442	351 255	540 065
Conversion d'instruments de dette en actions	Th	117 716	36 090	36 090	0,00 ⁽²³⁾
Règlement de stock-options exerçables	Th				
Règlement probable de stock-options non exerçables	Th				
Autres engagements d'émettre des titres	Th	345 531 ⁽²⁴⁾	341 531 ⁽²⁴⁾	41 531 ⁽²⁴⁾	0,00 ⁽²⁵⁾
Dilution (moyenne)	Th	479 747	420 434	227 621	38 811
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	578 876 ⁽²⁶⁾	578 876	578 876	578 876
Survaleur par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	-0,01	0,00	0,00	0,00
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	-0,01	0,00	0,00	0,00
Dividende préférentiel	€	0,00	0,00	0,00	0,00
Taux de distribution	%	0,00	0,00	0,00	0,00
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	%	0,00	0,00	0,00	0,00

22. La conversion totale des ORA et BSA 2014 en circulation porte le nombre d'actions à leur nombre dilué maximal. Hors émission 2020-23 de nouveaux instruments dilutifs.

23. La totalité des ORA et BSA en circulation est supposée convertie / exercée avant le 31 Décembre 2023 (maturité). La dilution est donc complète, hors dilution à provenir (2020-23) de l'émission d'autres instruments dilutifs ou conversion de dettes en capital.

24. Selon Ott Partners, BSA résiduels en circulation à l'issue de l'opération de rachat des BSA par FPN au S1 20.

25. Suite à l'opération de neutralisation des BSA du S1 20 par FPN elle-même, les derniers BSA en circulation sont supposés exercés en totalité avant le 31 Décembre 2023.

26. Selon Ott Partners, la quasi totalité des BSA a été rachetée par FPN et neutralisée au S1 20.

Financement et liquidité

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
EBITDA	k€	-240	-150	-150	-150
Cash flow des opérations	k€	-970	-150	-150	-150
Fonds propres	k€	-6 726	-2 698	4 651	7 343
Dette brute	k€	6 033	2 993	2 093	0,00
dont échéance moins d'un an	k€	147	1 188 ⁽²⁷⁾	2 093	0,00 ⁽²⁸⁾
dont échéance entre 1 et 5 ans	k€	5 886	1 805	0,00	0,00
dont échéance moins de 2 ans	k€	0,00	1 805 ⁽²⁹⁾	0,00	0,00
dont échéance moins de 3 ans	k€	5 886 ⁽²⁹⁾	0,00	0,00	0,00
dont échéance moins de 4 ans	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
dont échéance moins de 5 ans	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
dont échéance à plus de 5 ans	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Trésorerie brute	k€	4,17	110	6 560	7 160
= Dette nette / (trésorerie)	k€	6 029	2 882	-4 468	-7 160
Emprunts bancaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligations émises	k€	5 886 ⁽³⁰⁾	1 805 ⁽³⁰⁾	1 805 ⁽³⁰⁾	0,00
Leasing	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Emprunts hypothécaires	k€	59,0 ⁽³¹⁾	900 ⁽³²⁾	0,00 ⁽³³⁾	0,00 ⁽³³⁾
Autres financements	k€	88,3	288	288	0,00
dont papier court terme	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autorisations de découvert non tirées	k€	705 ⁽⁶⁾	0,00 ⁽⁷⁾	0,00 ⁽⁸⁾	0,00 ⁽⁹⁾
Ratio d'endettement	%			-17,0	-79,2
Fonds propres/Actif total (%)	%	965	-1 459	2 530	4 016
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-25,1	-19,2	29,8	47,7
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-25,2	-20,0	-14,0	0,00
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i>	%	-871	1 014	31,0	0,00
<i>Ebit cover</i>	x	-0,33	-15 000	-15 000	-15 000
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	-16,1	-5,01	-7,17	
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	-16,1	-5,20	3,36	2,09
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	-185	-34,6	-7,17	
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	-70,8	-0,78	3,06	
<i>FCF/Dette CT</i>	x	-75,6	-0,87	-0,07	

27. Nous supposons qu'une optimisation du passif du bilan conduira à réduire les dettes de FPN d'un montant de €5m en 2021 (estimation AV).

28. ORA (obligation convertible) maturité 2023. Supposée entièrement convertie avant le 31 Décembre 2023.

29. ORA (obligation convertible) maturité 2023.

30. ORA (obligation convertible)

31. Intègre les comptes courants d'actionnaires, bien qu'adossés à aucune garantie réelle (rapport semestriel 2019). Les actionnaires sont supposés continuer à injecter de la trésorerie dans la Société afin d'assurer la continuité d'exploitation.

32. Intègre les comptes courants d'actionnaires, bien qu'adossés à aucune garantie réelle (rapport semestriel 2019). Nous supposons qu'une optimisation du passif du bilan conduira à réduire les dettes de FPN d'un montant de €5m en 2021 (estimation AV). Les actionnaires sont néanmoins supposés continuer à injecter de la trésorerie dans la Société afin d'assurer la continuité d'exploitation.

33. Intègre les comptes courants d'actionnaires, bien qu'adossés à aucune garantie réelle (rapport semestriel 2019). Les actionnaires sont supposés injecter de la trésorerie dans la Société afin d'assurer la continuité d'exploitation.

6. Suite au désengagement partiel de FIPP au S1 20, FPN ne bénéficie à notre connaissance d'aucun engagement de soutien ferme en trésorerie de la part de ses actionnaires à date du 2 Juillet 2020.

7. Suite au désengagement partiel de FIPP au S1 20, FPN ne bénéficie à notre connaissance d'aucun engagement de soutien ferme en trésorerie de la part de ses actionnaires à date du 2 Juillet 2020. La continuité d'exploitation 2021 dépend donc de ressources non sécurisées.

8. Suite au désengagement partiel de FIPP au S1 20, FPN ne bénéficie à notre connaissance d'aucun engagement de soutien ferme en trésorerie de la part de ses actionnaires à date du 2 Juillet 2020. La continuité d'exploitation 2022 dépend donc de ressources non sécurisées.

9. Suite au désengagement partiel de FIPP au S1 20, FPN ne bénéficie à notre connaissance d'aucun engagement de soutien ferme en trésorerie de la part de ses actionnaires à date du 2

Juillet 2020. La continuité d'exploitation 2023 dépend donc de ressources non sécurisées.

Analyse du ROE par la méthode de Dupont		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	1,00	1,00	1,00	1,00
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	-195	-15 100 000	-15 100 000	-15 100 000
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	4,15	0,00	0,00	0,00
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	-0,29	0,05	0,19	0,03
Rendement des fonds propres (ROE)	%	9,01	3,20	-15,5	-2,52
ROA	%	37,4	-81,7	-82,1	-82,6

Réconciliation des capitaux propres		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Fonds propres année N-1	k€	-15 826	-6 727	-2 698	4 651
+ Profits nets de l'année	k€	-991	-151	-151	-151
- Dividendes (maison mère)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Augmentation de capital	k€	1 314	4 181	7 500	2 843
<i>dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	k€	8 776	-1,13	0,00	0,00
= Fonds propres fin d'année	k€	-6 727	-2 698	4 651	7 343

Personnel		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires par employé	k€	132	0,00	0,00	0,00
Coûts de personnel unitaire	k€	-48,8	-48,8	-48,8	-48,8
<i>Variation des coûts de personnel</i>	<i>%</i>	<i>-0,86</i>	<i>1,50</i>	<i>1,50</i>	<i>1,50</i>
<i>Variation des coûts de personnel unitaire</i>	<i>%</i>	<i>-2,32</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)</i>	<i>%</i>	<i>-26,1</i>	<i>-50,5</i>	<i>-51,6</i>	<i>-52,8</i>

Nombre d'employés moyen	utp	1,00	1,00	1,00	1,00
Europe	utp	1,00	1,00	1,00	1,00
Amérique du Nord	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres pays clés	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Coûts totaux de personnel	k€	-49,6	-50,3	-51,1	-51,8
Salaires	k€	-49,6	-50,3	-51,1	-51,8
Coûts relatifs aux retraites	k€		0,00	0,00	0,00

Chiffre d'affaires par division		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires	k€	134	0,00	0,00	0,00
Rents	k€	134	0,00	0,00	0,00
Property development	k€				
Other	k€				

Résultat par division		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
EBIT Analysis					
Rents	k€	4 007	-151	-151	-151
Property development	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Other/cancellations	k€				
Total	k€	4 007	-151	-151	-151
EBIT margin	%	ns	ns	ns	ns

Géographie du chiffre d'affaires

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
France	%	100	100		
Other	%	0,00	0,00		

ROCE

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Rendement des capitaux investis	%	26,2	-57,2	-57,5	-57,8
CFROIC	%	1 598	-560	-81,6	-82,0
Survaleur	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dépréciation cumulée des survaleurs</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dépréciation cumulée des immo. incorporelles</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couvertures à LT	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	k€	74,3	73,3	72,3	71,3
<i>Amortissements cumulés</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR	k€	-773	112	112	112
Autres actifs	k€	1,90	0,00	0,00	0,00
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	k€	-697	185	184	183
Capitaux employés avant amortissement	k€	-697	185	184	183

Capitaux employés par division

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Rents	k€	-697	185	184	183
Property development	k€				
Other	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total capital employed	k€	-697	185	184	183

Opinion fondamentale

S'il est implicite que les recommandations formulées par AlphaValue sont de bonne foi, elles ne devraient jamais constituer l'unique fondement d'une décision d'investissement.

Les recommandations sont construites dans une approche de "père de famille".

Les valorisations sont calculées du point de vue d'un **actionnaire minoritaire**, à moyen terme (6 mois).

Les outils de valorisation sont présentés de façon **transparente**, toutes les valeurs sous-jacentes sont accessibles, et **cohérente**, la méthodologie est la même quelque soit le titre, en tenant compte cependant des différences de nature entre valeurs financières et non financières. Une action avec un objectif de cours en-dessous de son cours actuel ne sera jamais associée à un Accumuler ou un Achat.

Les recommandations se basent sur des objectifs de cours sans prendre en compte le rendement du dividende. Les seuils pour les quatre niveaux de recommandations peuvent changer de temps à autres selon les conditions de marché. Les seuils sont définis comme indiqué ci-dessous, SI L'ON SUPPOSE que les taux longs sans risque demeurent entre 2 et 5%.

Recommandation	Volatilité Faible 10 < VIX index < 30	Volatilité Normale 15 < VIX index < 35	Volatilité Elevée 35 < VIX index
Achat ●	Plus de 15 % de potentiel	Plus de 20 % de potentiel	Plus de 30 % de potentiel
Accumuler ●	De 5 % à 15 %	De 5 % à 20 %	De 10 % à 30 %
Alléger ●	De -10 % à 5 %	De -10 % à 5 %	De -10 % à 10 %
Vente ●	Moins de -10 %	Moins de -10 %	Moins de -10 %

L'absence de recommandation « neutre » est délibérée. Investir dans les actions est sans intérêt si le retour attendu n'est pas au moins au niveau des taux sans risque (avant prise en compte du dividende).

Bien que les recommandations soient déterminées par les objectifs de cours, la direction d'AlphaValue entend maintenir une cohérence globale sur son univers de couverture et est susceptible, de temps à autre, de changer certains paramètres globaux, ce qui pourrait affecter le niveau de définitions des recommandations et/ou la distribution des recommandations dans les quatre champs ci-dessus. Par exemple, baisser la prime de risque dans un contexte de prudence excessive pourrait augmenter la proportion de recommandations positives.

Valorisation

Les méthodes de valorisation ont été élaborées dans un souci de cohérence et de transparence.

Les sociétés sont réparties en 3 catégories selon leur activité principale: Banques, Assurances et Non Financières.

L'appartenance à une de ces 3 catégories détermine la méthode de construction du cours objectif.

Le cours objectif résulte d'une pondération de plusieurs critères de valorisation, qui peuvent être changés en cas de besoin. Toutes les sociétés d'une même catégorie sont valorisées de la même manière et donc de façon cohérente entre elles.

Au sein de l'univers des sociétés Non Financières, 4 sous-catégories permettent de prendre en compte les spécificités inhérentes au secteur d'activité: 1) "Industrielles standard"; 2) "Holdings" pour lesquelles la mesure de l'actif net réévalué est prépondérant; 3) "Valeurs de croissance" pour lesquelles l'accent est mis sur la valorisation par analogies avec des valeurs comparables; 4) "Sociétés en perte" pour lesquelles justement la valorisation par les comparables ne fonctionne pas. La valorisation est alors assise principalement sur la méthode du DCF (Discounted Cash Flow ou actualisation des flux de trésorerie futurs) et la mesure de l'Actif net réévalué. Ces deux dernières méthodes reviennent à « redonner du long terme » à la société sous revue.

Méthode de valorisation	Industrielles standard	Valeurs de croissance	Holding company	Sociétés en pertes	Banques	Assurances
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
Actif net réévalué	20%	20%	55%	40%	25%	15%
PER	10%	10%	10%	5%	10%	20%
VE/EBITDA	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Rendement	10%	10%	20%	5%	15%	15%
Actif net comptable	5%	5%	5%	5%	15%	10%
Valeur intrinsèque (banques)	0%	0%	0%	0%	25%	0%
Embedded Value	0%	0%	0%	0%	0%	40%
Capi./Résultat d'exploitation brut	0%	0%	0%	0%	10%	0%