



ISSUER RATING

Short-Term



INSTRUMENT RATING

Neu CP

Initiation date 29/11/2022
Rating date 04/10/2023**Contacts****Senior associate**
Anne Guy
anne.guy@ethifinance.com**ACTION DE NOTATION ET JUSTIFICATION**

- EthiFinance Ratings confirme la notation de crédit court-terme EF1+ attribuée à CDC Habitat social SA et à son instrument de NEU CP de €300m.
- La très bonne notation s'explique par i) le cadre réglementaire structuré est très favorable en France ; ii) la taille et la qualité du parc de CDC Habitat social avec un bon positionnement de ses actifs en termes de géographie (principalement en agglomérations et en zones tendues) et en termes de performance énergétique (moins de 2% du parc avec un DPE F ou G), et iii) qui permettent ainsi d'afficher un risque locatif faible (taux de vacance relouable inférieur à 1%). Enfin, iv) le soutien exceptionnel attendu de l'Etat français est jugé comme très fort, ce qui impacte favorablement notre notation.
- La notation est en revanche contrainte par i) une rentabilité limitée en raison des contraintes de location alors que les ratios de crédit restent élevés (le levier net ajusté ressortait à 18.1x à fin 2022) ; ii) le contexte inflationniste actuel qui rend l'environnement de marché incertain et pourrait à court-terme ralentir le plan de développement du CDC Habitat social compte tenu de la hausse des taux, tout en engendrant une dégradation de ses ratios de crédit.

DESCRIPTION DE L'EMETTEUR

CDC Habitat social est détenue à c. 66% par CDC Habitat et à c. 34% par Action Logement Immobilier. CDC Habitat social gère un parc immobilier d'environ 198 000 logements dont c. 85% de logements conventionnés à fin 2022. CDC Habitat social, présent sur l'ensemble du territoire français, est un acteur de référence du secteur des bailleurs sociaux.

A fin 2022, CDC Habitat social a enregistré c. €926m de recettes locatives pour un chiffre d'affaires (hors recettes sur charges récupérables) de €1 045m qui comprend le chiffre d'affaires sur l'activité de promotion (en hausse de c. 44%) et les prestations de services. L'EBE tel que calculé par EthiFinance Ratings s'élevait à c. €418m pour un levier net ajusté de 18.1x et un ratio de dette nette sur immobilisations corporelles à 63%.

En 2022, le chiffre d'affaires était en hausse de 2.9% vs 2021 en raison d'une hausse du chiffre d'affaires de l'activité de promotions alors que les recettes locatives sont restées stables à c. €926m. La marge d'EBE ajusté était en baisse à 40.0% (vs 43.5% en 2021) en raison de la hausse des frais de structure.

FONDAMENTAUX**PROFIL D'ACTIVITE****CADRE INSTITUTIONNEL ET REGLEMENTAIRE**

Notre notation tient compte du soutien important pouvant être apporté par l'Etat. Le secteur bénéficie d'un environnement favorable soutenu par une réglementation et un environnement institutionnel de longue date. L'activité des bailleurs sociaux est fortement réglementée et s'appuie sur des financements publics aux conditions avantageuses, et repose également sur des mesures d'aides au logement venant renforcer la solvabilité des locataires. A cet effet, environ un tiers des recettes locatives proviennent des APL qui sont directement perçues par les bailleurs sociaux. Le cadre institutionnel français nous semble solide puisque celui-ci repose sur un financement principalement via le Fonds d'Epargne de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), permettant une identification et une supervision du risque. Les collectivités locales jouent également un rôle majeur en venant apporter leurs garanties aux prêts accordés par la CDC. En cas de difficultés financières, la CGLLS (Caisse de Garantie du Logement Locatif Social) peut intervenir pour apporter son expérience, des ressources mais aussi faciliter le processus. Son intervention reste néanmoins à ce jour très rare dans le secteur. En outre, le secteur est sous la supervision d'un organisme indépendant, l'ANCOLS. Le secteur est un outil au cœur de la redistribution des richesses et contribue aussi à la stabilité du système social français. Bien que dernièrement, le secteur ait été quelque peu sous pression, nous pensons que cela témoigne plus d'une volonté d'optimisation financière que d'un désengagement de l'Etat. Le secteur est aussi un vecteur de la dépense publique pouvant être utilisé de manière contracyclique pour redynamiser l'économie.

Le secteur du logement social en France connaît actuellement un contexte chahuté en raison de l'inflation qui impacte à la fois les coûts de financement des bailleurs sociaux (c. 75% de la dette des bailleurs sociaux est constituée de prêts de la CDC qui sont majoritairement indexés sur le taux du Livret A) et les coûts de construction (hausse des prix des matériaux notamment). Parallèlement, bien que la demande pour les logements sociaux reste forte, le niveau de vie des ménages modestes s'est dégradé (12.1 millions de personnes en France sont fragilisées par la crise du logement selon la Fondation Abbé Pierre). Le secteur immobilier est aussi touché par ce contexte inflationniste avec une baisse des transactions en raison de la hausse des taux. Cette baisse des ventes vient grever la capacité d'autofinancement des bailleurs sociaux dont la rotation des actifs sert au financement des nouveaux logements.

En parallèle, le secteur du logement social connaît de fortes pressions en matière de performance énergétique des logements. La loi Climat et résilience interdira progressivement la location des logements classés G, F et E entre 2025 et 2034. 1.5 millions de logements sociaux seraient concernés, soit c. 1/3 du parc. Les objectifs de construction de logements sociaux sont également élevés - 250 000 nouveaux logements étaient attendus sur 2021-2022 - dans la mesure où le parc actuel ne permet pas de répondre aux besoins (2.3 millions de ménages en attente d'un logement social en 2023). Cependant, à noter qu'à fin 2021, le parc n'a progressé que de 75 900 logements et pour 2022, la prévision est autour de 80 000 logements.

Par ailleurs, le taux du livret A, dont la formule de calcul est basée sur l'inflation, a fortement augmenté au cours des 12 derniers mois. En effet, ce dernier est passé de 0.5% (son taux plancher) à 1% en février 2022, puis 2% en août 2022 avant d'atteindre 3% en février 2023. Dans ce contexte, il nous semble qu'un soutien important sera apporté par l'Etat pour permettre aux bailleurs sociaux de continuer à investir. Notons à cet effet que le taux du livret A a été maintenu à 3% en août 2023 pour une période de 18 mois alors que la formule de calcul permettait une hausse à 4.1%. Notre notation prend en compte le rôle joué par l'Etat.

ATTRACTIVITE DU PORTEFEUILLE

La notation de CDC Habitat social reflète l'attractivité de son portefeuille avec une forte présence dans les zones tendues comme l'Île-de-France et les grandes agglomérations. Le groupe mène une politique de rotation de ses actifs qui est importante dans le secteur mais qui nous semble néanmoins raisonnable et bien maîtrisée. En complément des investissements sur le parc existant, cette politique de rotation des actifs permet de maintenir un portefeuille d'actifs de qualité avec une faible proportion de logements énergivores (moins de 10% des actifs en classe E, F ou G). En outre, cette stratégie de rotation des actifs permet d'assurer le développement de l'entité et l'accroissement du nombre de logements. Le contexte actuel ne remet pas en question la trajectoire du groupe, le parc de logements de CDC Habitat social est appelé à croître et devrait dépasser les 210 000 logements à horizon 2028.

RISQUES LOCATIFS

Les indicateurs de gestion fondamentaux comme la vacance et le taux d'impayés sont situés à de très bons niveaux. En particulier, le taux d'impayés tel que calculé par EthiFinance Ratings, qui est passé de 0.86% à fin 2021 à 0.71% à fin 2022, reste très bon malgré un contexte social difficile.

PROFIL FINANCIER

Nous estimons que la profitabilité demeurera faible et le levier élevé, ce qui contraint la notation. Nous nous attendons à une dégradation du profil financier de la CDC Habitat social à partir de 2023 compte tenu de la hausse du taux du livret A qui pèse sur la capacité d'autofinancement du groupe. Le ratio de capacité d'autofinancement (avant remboursement des emprunts et encaissements des produits de cessions) rapporté au chiffre d'affaires devrait ainsi diminuer pour s'établir en dessous de 20% (contre c. 30% à fin 2022) sous l'effet d'une augmentation plus rapide des charges financières que des loyers.

Notre ratio de dette nette ajustée sur EBE était à 18.1x à fin 2022. Nous nous attendons à une augmentation de ce ratio en raison de l'important programme d'investissements en cours, tant pour le développement que pour les investissements de rénovation malgré les cessions d'actifs. Ce haut levier s'explique également par la nature du secteur et nous semble atténué par la présence de financements longs accordés par la Banque des Territoires. En ce qui concerne la LTV, telle que calculée par CDC Habitat social, elle s'établit à 39% et devrait se maintenir à ce niveau pour les années à venir (à taux de capitalisation constant).

Les bailleurs sociaux subissent actuellement la hausse des taux d'intérêts (en particulier l'augmentation du taux du livret A), alors que l'augmentation des loyers est plus lente. L'augmentation actuelle des taux d'intérêts n'est pas compensée par la hausse des loyers compte tenu des proportions loyers/dettes qui nécessitent une hausse des loyers supérieure à celle des taux, et ce d'autant plus que l'IRL est plafonné à 3.5% jusqu'au 1er trimestre 2024. Notons cependant que CDC Habitat social a recours à des instruments de couverture sur une partie de sa dette, permettant dans le contexte actuel de limiter l'impact des remontées des taux et du livret A. La Banque des Territoires permet également le reprofilage des prêts en allongeant leurs durées pour maintenir des annuités constantes. Les bailleurs sociaux opérant sur des cycles longs, il nous semble que ce mécanisme ne vient pas fragiliser leurs équilibres financiers. D'autant plus qu'en cas de contexte de taux haut qui perdure dans le temps, ils peuvent

également ajuster au besoin leur rythme de croissance pour adapter leur développement à leur capacité de financement.

Dans son plan d'affaires à 10 ans, CDC Habitat social génère suffisamment d'EBE pour couvrir ses charges d'intérêts et ses investissements de maintenance. La hausse des taux d'intérêts pèse sur la génération de cash du groupe. Les plus-values de cessions sont une composante importante du financement du développement et représentent c. 15% des investissements de développement et de maintenance.

DISTRIBUTION DE LA DETTE

La majorité de la dette de CDC Habitat social est contractée auprès de la CDC via l'allocation de l'épargne réglementée provenant du fonds d'épargne. Après couvertures, à fin 2022 56% de la dette était indexée sur le taux du livret A et 44% à taux fixe. La composante de la dette de CDC Habitat social qui est couverte, l'est au moyen d'instruments financiers classiques. Nous ajustons à ce titre la dette de la valorisation de ces produits de couverture, bien que ceci relève d'une politique prudente.

Nous notons la présence de 2 covenants financiers avec (i) un ratio de dette nette / EBE (majoré des produits financiers et plus-values des cessions) de maximum 16.0x (12.8x à fin 2022) et (ii) un ratio de couverture du service de la dette par l'EBE (majoré des produits financiers et du résultat des cessions) de minimum 1.1x (ratio de 1.3x à fin 2022). Ces ratios sont respectés sur l'ensemble du plan d'affaires à 10 ans de CDC Habitat social.

LIQUIDITE

Conformément à notre méthodologie qui diffère pour les bailleurs sociaux, nous analysons la liquidité en prenant en compte les investissements (maintenance et développement) et en intégrant le fait qu'ils seront financés par le fonds épargne à hauteur de 75% mais sans cessions de logements, ni subventions. Il en ressort un score de liquidité de 1 an. Nous considérons ainsi que CDC Habitat social possède une liquidité « adéquate » reflétant un profil de crédit solide, une bonne liquidité et un accès aux financements réglementés de la Banque des Territoires.

PRINCIPAUX CHIFFRES FINANCIERS

Principaux chiffres financiers (€m)	2020	2021	2022	22vs21
Recettes locatives et promotion	983	1 015	1 045	2.9%
EBITDA Ajusté	463	442	418	-5.5%
Marge d'EBITDA	47%	44%	40%	-3.5pp
EBIT Ajusté	102	68	48	-30.1%
Marge d'EBIT	10.38%	6.74%	4.58%	-2.2pp
Charges financières	(157)	(147)	(130)	-12.1%
Dette nette ajustée (DNA)	7 303	7 705	7 557	-1.9%
DNA / EBITDA ajusté	15.8x	17.4x	18.1x	0.7x
Capacité d'autofinancement - CAF	318	332	317	-4.5%
CAF / DNA	4.3%	4.3%	4.2%	-0.1pp
DNA / Fonds propres	169%	175%	164%	-10.9pp
Nombre de logements (hors foyers)	165 100	183 096	185 143	1.1%

SENSIBILITE DE LA NOTATION

- Liste des notations :
 - Notation court-terme : EF1+
 - Instrument de NEU CP : EF1+

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

- Facteurs positifs (↑).

CDC Habitat social bénéficie déjà de la plus haute notation court-terme.

- Facteurs négatifs (↓).

Une dégradation de la notation de CDC Habitat social à EF1 résulterait principalement d'une dégradation significative de l'environnement de marché avec une régulation moins favorable, un système institutionnel moins structuré qui pourrait sur le long terme dégrader le profil financier du groupe, et une baisse forte de la qualité de crédit du souverain. A ce jour nous n'anticipons pas de changements majeurs pouvant entraîner une dégradation de notre appréciation du risque réglementaire et institutionnel.

PERSPECTIVES D'EVOLUTION DES RATIOS DE CREDIT (CMEE)

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit (CMEE) est Négative. Compte tenu de l'évolution du taux du livret A qui ne sera pas compensée dans son intégralité par la hausse des loyers, les ratios de crédit devraient se détériorer dans les 12 prochains mois.

INFORMATIONS REGLEMENTAIRES

LEI : 9695007ZV3AX61GZE906

Nature de la notation : Notation publique sollicitée

Initiation : EF1+ le 29/11/2022

Dernière action de notation : Initiation à EF1+ le 29/11/2022

Avec participation de la société notée ou de sociétés liées : Oui, le rapport de notation a été revu par l'émetteur avant publication

Avec accès à des documents internes : Oui

Avec accès à l'équipe dirigeante : Oui

Services annexes fournis à l'entité notée : No sales of ancillary services

Nom du président du comité de notation : Marc Pierron, Senior Director

Documents utilisés pour effectuer la notation :

- PMT et présentation interne de CDC Habitat social
- Rapport d'activité groupe, états financiers et rapport de gestion pour 2020, 2021 et 2022
- DPEF 2022

- Entretiens avec l'équipe Finance de CDC Habitat social
- Perspectives – L'étude sur le logement social, Edition 2023, Banque des Territoires
- Rapport annuel, Fonds d'épargne 2022, CDC Groupe
- Etat du mal logement en France, Fondation Abbé Pierre, 2023

Limites de la notation :

EthiFinance Ratings estime que la qualité et la quantité des informations obtenues permettent d'effectuer une notation sur la société

EthiFinance Ratings n'est pas dans l'obligation d'auditer les données fournies

Principales méthodologies utilisées :

https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_193_V1.Corporate_Rating_Methodology_Social_Housing.pdf https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_191.C.202303.pdf

Adresse de l'agence de notation :

EthiFinance Ratings SL

Calle Velázquez nº18

28001 – Madrid

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: www.ethifinance.com in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2022 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid