

A+

ISSUER RATING

Long-Term

Outlook Stable

Initiation date 14/12/2023  
Rating date 14/12/2023**Contacts****Senior associate**  
Anne Guy  
anne.guy@ethifinance.com**ACTION DE NOTATION ET JUSTIFICATION**

- EthiFinance Ratings initie la notation d'Alpes Isère Habitat et lui attribue une note long-terme de A+ avec un outlook Stable
- La bonne notation s'explique par i) le cadre réglementaire structuré et très favorable en France ; ii) la qualité du parc d'Alpes Isère Habitat avec un bon positionnement de ses actifs en termes de géographie (majoritairement en zones tendues) et une performance énergétique excellente (0,1% du parc avec un DPE F et aucun DPE G), et iii) qui permettent ainsi d'afficher un risque locatif faible (taux de vacance relouable de c. 1.4%). Enfin, iv) le soutien exceptionnel attendu de l'Etat français est jugé comme fort, ce qui impacte favorablement notre notation.
- En revanche, la notation est contrainte par i) une rentabilité limitée en raison des contraintes de location alors que les ratios de crédit restent dégradés (le levier net ajusté ressortait à 17.5x à fin 2022) ; ii) le contexte inflationniste actuel qui rend l'environnement de marché incertain et devrait à court-terme ralentir le plan de développement d'Alpes Isère Habitat compte tenu de la hausse des taux d'intérêts si l'OPH souhaite maintenir ses ratios de crédit.

**DESCRIPTION DE L'EMETTEUR**

Alpes Isère Habitat (AIH) est le 1er bailleur social en Isère avec un parc qui représente c. 1/3 des logements sociaux du département. AIH possède le statut d'Office Public de l'Habitat (OPH). Il gère un parc de c. 29 000 logements dont 1 770 foyers et c. 27 000 logements conventionnés. Son parc est réparti sur 291 communes, majoritairement en Isère (280 communes), et plus marginalement dans les départements limitrophes du Rhône et de l'Ain.

En 2022, le chiffre d'affaires de l'organisme (hors charges récupérables) s'élevait à €132m pour un EBITDA ajusté de c. €59m. La dette nette ajustée (ajustements portant sur les engagements de retraites et les titres participatifs) s'élevait à €1 031m, soit un ratio de dette nette ajustée sur EBITDA de 17.5x.

**FONDAMENTAUX****PROFIL D'ACTIVITE****CADRE INSTITUTIONNEL ET REGLEMENTAIRE DU LOGEMENT SOCIAL**

- **Une activité réglementée qui bénéficie du soutien de l'Etat**

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 à des 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 (aides personnelles au logement) 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.

- **Un secteur actuellement sous pression**

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). La demande en logements sociaux est en hausse avec c. 2 millions de demandes en 2021 pour c. 450k attributions, et un taux de rotation du parc en baisse (c. 8% en 2020 contre c. 11% en 2011). Parallèlement, le niveau de vie des ménages modestes s'est dégradé (c. 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 - alors que 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'avait progressé que de 75 900 logements et pour 2022, la prévision était 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

- **Répartition géographique du portefeuille**

Le portefeuille de logements (hors foyers) d'Alpes Isère Habitat est situé à c. 95% en Isère et le solde dans les départements limitrophes du Rhône (c. 4%) et de l'Ain. L'attractivité est plutôt bonne avec c. 79% du parc de logements en zones tendues (classification A ou B1) et moyennement tendues (classification B2).

Le département de l'Isère présente une croissance démographique bonne, avec une augmentation de sa population de 0.4% par an sur la période 2014-2020. Par ailleurs, le département bénéficie de sa proximité avec Lyon. En lien avec sa stratégie, le développement d'AIH devrait se poursuivre dans les agglomérations grenobloise et lyonnaise, et dans des zones moins tendues mais où l'organisme joue son rôle social (personnes âgées, travailleurs saisonniers...).

- **Performance énergétique du portefeuille**

AIH mène depuis 2010 une politique d'investissements dynamique en matière de performance énergétique. L'OPH a mobilisé €225m dans le cadre de son Plan Stratégique Patrimoine (PSP) 2010-2019 pour améliorer la performance thermique de son parc. Un tiers de son parc a ainsi été concerné. Ces investissements ont permis de faire baisser les logements F et G à respectivement 2% et 0.1% du parc en 2019 (contre respectivement 4% et 0.4% en 2010). La part des logements notés E a été fortement réduite, passant de 33% du parc en 2010 à 14% en 2019. AIH poursuit ses investissements dans le cadre de son nouveau PSP sur la période 2020-2029. Il prévoit c. € 250m de travaux de rénovations, soit € 25m / an.

Ainsi, AIH nous semble très en avance sur la performance énergétique de son parc, avec seulement 13% de logements énergivores à fin 2022 contre c. 30% en moyenne pour les bailleurs sociaux. En particulier, les logements F ne représentent que 0.1% du parc et AIH n'a plus de logements notés G.

#### RISQUES LOCATIFS

- **Une vacance commerciale à plus de 3 mois limitée**

La vacance commerciale à plus de 3 mois (hors vacance technique) s'établit à 1.6% sur la période 2020-2022 et a baissé, passant de 1.8% à 1.4% entre 2020 et 2022. Nous considérons ce taux de vacance comme très bon.

- **Un taux d'impayés satisfaisant**

Le risque d'impayés, tel que calculé par EthiFinance Ratings, s'établit à un niveau satisfaisant, de l'ordre de 1.0% des recettes locatives brutes (charges récupérables incluses).

#### GOUVERNANCE ET POLITIQUE FINANCIERE

La gouvernance est conforme au Code de la construction et de l'habitat, auquel est soumis AIH de par son statut d'OPH. Le conseil d'administration est composé de 23 membres représentant à la fois le département de l'Isère, le logement social et les locataires. La gouvernance nous paraît adaptée bien qu'avec un faible niveau d'indépendance.

En termes de politique financière, l'OPH mène une politique d'investissement soutenue, en particulier en ce qui concerne les réhabilitations. Son dernier plan stratégique à 10 ans (PSP), sur la période 2020-2029, prévoit €25m / an pour la rénovation (énergétique principalement) et €55m / an pour le développement. La génération de trésorerie est bonne mais est impactée par la hausse des charges financières. L'endettement est important, avec un levier net ajusté de c. 17.6x en moyenne sur la période 2020-2022. Compte tenu du PSP, nous nous attendons à ce que ce ratio augmente et soit proche de 18x sur notre période de projections (2023-2025).

#### PROFIL FINANCIER

##### RESULTATS ET PROFITABILITE

Les revenus locatifs ont progressé sur la période 2020-2022 de 5.9% en lien avec la progression du parc (hausse de 3.5% du nombre de logements). La revalorisation des loyers est restée limitée compte tenu de l'IRL (0.8% en moyenne sur 2020-2022). L'EBITDA ajusté (avant financement du parc) s'élevait à €59m en 2022. Il a progressé par rapport à 2021 (+8.1%) en raison des autres produits. La marge d'EBITDA ajustée s'établissait à 44.6% en 2022 (contre 42.8% en 2021), un niveau que nous jugeons comme satisfaisant. Nous nous attendons à ce que la profitabilité se maintienne aux niveaux de 2021-2022 pour les années à venir compte tenu de la progression limitée des loyers qui sont plafonnés par l'IRL à 3.5% alors que les frais de gestion restent élevés.

#### GENERATION DE TRESORERIE ET LEVIER

La génération de trésorerie est bonne et en progression sur la période. En revanche, elle ne permet pas de financer les investissements de rénovations et de développement qui sont importants. Les free cash-flow tels que calculés par EthiFinance Ratings (après investissements) ressortent ainsi négatifs. Les investissements sont principalement financés par recours à la dette (c. 80%), par subventions (c. 6%) et le solde est autofinancé par AIH. En raison de la hausse des taux d'intérêts, nous anticipons une baisse de la capacité d'autofinancement sur notre période de projections.

En lien avec l'activité, le niveau d'endettement est élevé. Le ratio de dette nette ajustée s'élevait à 17.5x à fin 2022, un niveau comparable aux autres acteurs de référence du secteur. Nous nous attendons à ce que ce ratio reste à un niveau élevé sur notre période de projections compte tenu de la poursuite des investissements.

Le niveau d'endettement important est cependant à mitiger par la proportion de dette souscrite auprès de la CDC (c. 78% à fin 2022), le solde de la dette étant composé de dette bancaire (c. 17%) et de dette Action Logement (c. 4%).

#### LIQUIDITE

Conformément à notre méthodologie, la liquidité d'AIH est bonne, ce qui reflète un profil de crédit solide et un accès facilité aux financements réglementés de la CDC.

#### PRINCIPAUX CHIFFRES FINANCIERS

Principaux chiffres financiers (€m)	FY20	FY21	FY22	22vs21
Recettes locatives nettes et promotion	125	128	132	3.7%
EBITDA Ajusté	55	55	59	8.1%
Marge d'EBITDA	44%	43%	45%	1.9pp
EBIT Ajusté	15	11	10	-10.3%
Marge d'EBIT	12%	8%	7%	-1.1pp
Charges financières	(13)	(13)	(17)	33.5%
Dette nette ajustée (DNA)	906	1 026	1 031	0.4%
DNA / EBITDA ajusté	16.5x	18.8x	17.5x	-1.3x
Capacité d'autofinancement (CAF)	49	52	50	-4.8%
CAF / DNA	5.4%	5.1%	4.8%	-0.3pp
DNA / Fonds propres ajustés	282%	310%	305%	-5.3pp
Logements (foyers inclus)	28 085	28 961	29 059	0.3%

## GRILLE DE NOTATION

Notation de crédit	
<b>Profil d'activité</b>	<b>AA</b>
Environnement institutionnel	AA
Cadre réglementaire	AA
<b>Attractivité du portefeuille</b>	<b>A+</b>
Vacance locative régionale	A
Performance énergétique du portefeuille	A+
Taille du portefeuille	A-
<b>Risque locatif</b>	<b>AA-</b>
Vacance commerciale	AA
Taux d'impayés	A
<b>Profil financier</b>	<b>BB+</b>
EBIT / revenus	BB
CAF / revenus	BBB
Dette nette / EBITDA	B-
Stratégie et politique financière	BBB+
<b>Notation "standalone"</b>	<b>A-</b>

  

Notation long-terme	
Notation "standalone"	A-
Soutien du secteur public	Fort
<b>Notation long-terme finale</b>	<b>A+</b>

## SENSIBILITE DE LA NOTATION

- **Liste des notations :**
  - Notation long-terme : A+

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

- **Facteurs positifs (↑)**

Une amélioration de la notation d'Alpes Isère Habitat résulterait principalement d'une amélioration de ses ratios de crédits, en particulier, un ratio de dette nette ajustée sur EBITDA de l'ordre de 10x. Par ailleurs, une amélioration de la note du souverain pourrait entraîner une hausse de la notation d'AIH, bien qu'elle paraisse peu probable dans le contexte actuel.

- **Facteurs négatifs (↓)**

Une dégradation de la notation d'Alpes Isère Habitat 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, ou encore une baisse forte de la qualité de crédit du souverain.

**INFORMATIONS REGLEMENTAIRES**

LEI : FR72779537125

**Nature de la notation** : Notation long-terme sollicitée

**Initiation** : Oui, le 14 décembre 2023

**Dernière action de notation** : n/a

**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** : In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.

**Nom du président du comité de notation** : Guillermo Cruz, Chief Rating Officer

**Documents utilisés pour effectuer la notation** :

- PMT et plaquette de présentation
- Etats financiers et rapport de gestion pour 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022
- Entretiens avec la direction
- Rapport de l'ANCOLS sur Alpes Isère Habitat
- Rapport de l'ANCOLS sur la SCEREA
- 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
- Rapport inter-associatif sur les difficultés d'accès au parc social des ménages à faibles ressources
- Les outils financiers du pacte d'investissement et de financement CDC

**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

**Nos méthodologies utilisées pour cette notation sont disponibles via le lien suivant** :

La notation a été effectuée conformément au règlement (CE) N°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, et conformément à notre méthodologie bailleurs sociaux qui est disponible via le lien suivant : [https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_193\\_V1.Corporate\\_Rating\\_Methodology\\_Social\\_Housing.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_193_V1.Corporate_Rating_Methodology_Social_Housing.pdf) et conformément à notre échelle de notation long-terme disponible via le lien suivant : <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>

**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](http://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](http://www.ethifinance.com) in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail [dpo@ethifinance.com](mailto: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