

ISSUER RATING
Short-termINSTRUMENT RATING
Neu CPInitiation date 01/12/2022
Rating Date 30/09/2024

Contacts

Lead analyst

Anne Guy
anne.guy@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Action de notation et justification

- EthiFinance Ratings confirme la notation de crédit court-terme EF1+ attribuée à Deux Fleuves Rhône Habitat, anciennement l'OPAC du Rhône, (« l'OPH » ou « l'organisme » dans ce rapport). Le programme de NEU CP de €150m de Deux Fleuves Rhône Habitat bénéficie également d'une notation EF1+.
- La très bonne notation s'explique par le cadre réglementaire structuré et très favorable dont bénéficient les bailleurs sociaux en France. La politique financière prudente de Deux Fleuves Rhône Habitat lui permet d'afficher un bon niveau de profitabilité au sein de son secteur et de dégager une trésorerie satisfaisante pour continuer à investir malgré la hausse actuelle des coûts (taux d'intérêts et coûts de construction principalement). Enfin, le soutien exceptionnel attendu de l'Etat français en cas de difficultés sectorielles, est jugé comme très fort, ce qui impacte favorablement notre notation. Une nouvelle dégradation de la qualité de crédit de la France impacterait notre appréciation du soutien de l'Etat.
- En revanche, la notation demeure contrainte par la taille limitée du parc de Deux Fleuves Rhône Habitat et par des indicateurs locatifs comme le taux d'impayés et la vacance commerciale qui se trouvent à des niveaux moyens. Par ailleurs, les ratios de crédit restent élevés compte tenu de son activité. Le levier net ajusté tel que calculé par EthiFinance Ratings était de 14.0x à fin 2023 et il devrait augmenter sur notre période de projection (2024-2026) compte tenu du plan d'investissement important. Enfin, l'environnement de marché reste également incertain en raison des impacts de l'inflation sur les coûts de construction et de financement (taux du livret A) alors que les contraintes sont fortes (notamment au niveau de la rénovation énergétique du parc) et que la répercussion de la hausse des coûts est limitée (hausse des loyers contrainte par l'IRL).

Description de l'émetteur

Deux Fleuves Rhône Habitat (anciennement l'OPAC du Rhône) gère un parc immobilier de plus de 12 000 logements dont 99.8% de logements conventionnés. Deux Fleuves Rhône Habitat possède le statut d'office public de l'habitat (« OPH ») et est le premier bailleur social du département du Rhône, sa collectivité territoriale de rattachement.

Pour rappel, Deux Fleuves Rhône Habitat a été séparé en 2016 de l'OPH de la Métropole de Lyon (Lyon Métropole Habitat), compte tenu de la scission entre le département du Rhône et Lyon Métropole. Depuis 2021, l'OPH s'est rapproché de Loire Habitat pour former le Groupe Deux Fleuves, par le biais d'une société anonyme de coordination (SAC) « Au fil des Deux Fleuves », dont les organismes sont actionnaires.

En 2023, le chiffre d'affaires de l'OPH s'élevait à €69m pour un EBITDA ajusté d'environ €31.3m. Le ratio de dette nette ajustée sur EBITDA s'élevait à 13.9x, et celui de dette nette ajustée sur immobilisations corporelles à 54%.

Fondamentaux

Profil d'activité

Cadre institutionnel et réglementaire 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. Elle 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, inchangé, 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.

Notons toutefois qu'actuellement, le déficit public français a fortement augmenté et que l'objectif de le ramener sous la barre des 3% pourrait peser sur les dépenses et les mesures de soutien en matière de logement social.

- Un secteur actuellement impacté par le contexte économique et les contraintes environnementales

Le secteur du logement social en France a été impacté, comme l'ensemble du secteur immobilier, par l'inflation à la fois des coûts de construction et des coûts de financement. Sur la période 2020-2023, les coûts de construction des logements sociaux ont progressé de 7.2%/an en moyenne (Indice des coûts de construction – INSEE) alors que les loyers n'ont progressé que de 2.0%/an en moyenne sur la même période, notamment en raison du plafonnement de l'IRL. Par ailleurs, le taux du livret A, dont la formule de calcul est basée sur l'inflation, a fortement augmenté depuis février 2022. 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, niveau auquel il est maintenu jusqu'en février 2025.

En parallèle, la demande de logements sociaux est restée forte, avec 2.4 millions de demandes actives à fin 2022, alors que le parc comptait 5.3 millions de logements sociaux. Le parc a continué à progresser en 2022, avec une évolution nette du parc de près de 56 450 logements dont près de 71 100 mises en service. A noter que sur la période 2021-2022, l'objectif de construction de logements sociaux avait été fixé à 250 000 logements alors que seulement c. 147 000 logements auront été mis en service. De plus, 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. 1.3 millions de logements sociaux seraient concernés, soit près d'1/4 du parc.

Dans ce contexte, les bailleurs sociaux continuent néanmoins d'investir fortement. En 2023, €12.6mds de nouveaux prêts ont été accordés par la Banque des Territoires au logement social, soit une hausse de 9.6% par rapport à 2022. Ce sont les prêts pour la rénovation et la réhabilitation qui ont le plus augmenté (+31.6% à €2.5mds) et ont permis de réhabiliter près de 105 500 logements. La rénovation énergétique a été dynamique, notamment grâce aux financements intéressants dont peuvent bénéficier les bailleurs sociaux (Ecoprêts, prêts à taux fixe sur ressource BEI - Banque Européenne d'Investissement). Concernant la construction et l'acquisition de logements sociaux, la production de prêts est en hausse de 5.6% par rapport à 2022 alors que le nombre de logement financé a baissé de -1% compte tenu de la hausse des coûts de construction.

Nous nous attendons à ce que les bailleurs sociaux poursuivent leurs investissements en matière de rénovation énergétique des logements alors que les constructions devraient être revues à la baisse pour les prochaines années. A noter qu'en matière de rénovation énergétique du parc, les bailleurs sociaux sont en avance sur l'ensemble du logement français, avec près de 27% du parc classé E, F ou G contre 40% pour l'ensemble du secteur du logement.

En revanche, les cessions, qui représentent un moyen additionnel de financement des investissements pour les bailleurs sociaux, ont été freinés à court-terme par les difficultés d'accès au financement des particuliers. La baisse des taux, initiée par la BCE, devrait avoir un impact favorable pour relancer l'accès à la propriété.

Attractivité du portefeuille

- Répartition géographique du portefeuille

Le portefeuille de logements de l'OPH se situe exclusivement dans le département du Rhône à l'exclusion de la métropole de Lyon. Il bénéficie d'une attractivité plutôt bonne grâce à la métropole de Lyon. Néanmoins, l'attractivité du parc est disparate avec environ 1/3 des logements situés en zones détendues (classification C) alors que le reste est situé en zones attractives (classification B1 principalement).

Le département du Rhône présente une bonne croissance démographique, avec une augmentation de sa population de 0.6% par an sur la période 2015-2021 (contre 0.3% sur la même période en France), liée à la périurbanisation et à l'attraction de l'agglomération lyonnaise. En lien avec sa stratégie, le développement de Deux Fleuves Rhône Habitat devrait se poursuivre principalement dans les zones attractives, compte tenu des besoins en logements sociaux de ces territoires.

- Performance énergétique du portefeuille

Deux Fleuves Rhône Habitat bénéficie d'une proportion de logements économes (classés E, F ou G) plutôt satisfaisante, avec environ 23% de son portefeuille de logements (hors foyers) classés E, F ou G. La part des logements notés G et F, et dont la location ne sera plus possible respectivement en 2025 et 2028, représente respectivement 0.9% et 5.7% du parc de l'OPH. Par ailleurs, Deux Fleuves Rhône Habitat mène une politique d'investissement soutenue en matière de performance énergétique (près de €80m mobilisés sur la période 2021-2026). Dans le cadre de la revue de son plan d'investissement à 10 ans, fin 2023, l'OPH a maintenu son enveloppe d'investissement malgré le contexte de hausse des taux et de hausse des coûts de construction alors que les constructions ont été revues à la baisse.

Risques locatifs

- Une vacance commerciale à plus de 3 mois limitée

La vacance commerciale à plus de 3 mois a progressé à 0.98% en 2023 (vs 0.74% à fin 2022) mais reste plutôt faible. Ceci nous semble cependant nuancé par l'importance de la vacance technique (4.38% à fin 2023). Cette vacance technique provient en particulier des démolitions à venir tant dans des zones qualifiées de quartiers prioritaires de la politique de la ville que dans des zones plus détendues.

- **Un taux d'impayés qui s'est dégradé, mais qui reste satisfaisant**

Le taux d'impayés, tel que calculé par EthiFinance Ratings, s'est détérioré en 2023 à 1.55% (vs 1.05% en 2022). Cette hausse du risque d'impayés s'explique par la hausse des provisions sur créances des locataires dans un contexte marqué par l'inflation et la hausse des coûts de l'énergie.

Gouvernance et politique financière

La gouvernance est conforme au Code de la construction et de l'habitat, auquel est soumis Deux Fleuves Rhône Habitat étant donné son statut d'OPH. Le conseil d'administration est composé de 26 membres représentant à la fois le département du Rhône, 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 a revu à la baisse son plan d'investissement en fin d'année 2023 suite à la mise à jour de son plan moyen terme (PMT) à 10 ans. Sur la période 2023-2032, les investissements de développement ont ainsi été revus à la baisse par rapport au précédent plan (-17% en volume correspondant à environ 470 logements). A titre de comparaison, la Banque des Territoires a revu à la baisse de 24% les perspectives de développement à 10 ans pour le secteur. En revanche, les investissements de rénovation et de réhabilitation ont été augmentés sur la période de 8% (près de €16m d'investissements supplémentaires) notamment en lien avec la poursuite du plan de rénovation énergétique. Les cessions devraient également permettre de financer les investissements mais dans une proportion qui nous jugeons prudente (environ 8% des investissements de développement et de maintenance).

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 14.0x à fin 2023. Selon le PMT communiqué en octobre 2023, (i) le ratio de flux de trésorerie d'exploitation sur couverture de la dette devrait être de l'ordre de 1.4x, (ii) le ratio de levier net devrait connaître un pic sur les exercices 2025-2026 (supérieur à 16.0x) avant de redescendre progressivement. Ce haut levier s'explique par la nature du secteur ainsi que par le programme d'investissements en cours alors que la rentabilité à court-terme est impactée par la hausse des charges financières. Cependant, ce haut levier nous semble atténué par la présence de financements longs accordés par la CDC.

Deux Fleuves Rhône Habitat, comme l'ensemble des bailleurs sociaux, a subi la hausse des taux d'intérêt (en particulier l'augmentation du taux du livret A). L'OPH n'a pas recours à des instruments de couverture de sa dette. Notons cependant que la Banque des Territoires permet le reprofilage des prêts en allongeant leurs durées pour maintenir des annuités constantes. Deux Fleuves Rhône Habitat utilise ce mécanisme, ce qui lui permet actuellement de continuer à investir tout en limitant l'impact sur sa trésorerie. 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 hauts qui perdure dans le temps, ils peuvent ajuster si nécessaire leur rythme de croissance pour adapter leur développement à leur capacité de financement.

Deux Fleuves Rhône Habitat continue également son rapprochement avec son voisin Loire Habitat, via la société anonyme de coordination « Au fil des 2 fleuves ». Ce rapprochement, entre les deux organismes de taille similaire, doit permettre de générer des synergies (fonctions supports, harmonisation informatique notamment) et de faire bénéficier mutuellement des compétences propres développées par chacun des organismes. Les deux établissements restent néanmoins rattachés à leurs conseils départementaux respectifs et gardent leur indépendance sur leurs activités opérationnelles. Ce rapprochement, initié en 2021, va se faire progressivement sur la période 2024-2026.

Profil financier

Résultats et profitabilité

En 2023, Deux Fleuves Rhône Habitat affichait un chiffre d'affaires en hausse de 7.9% à €69m en raison de la hausse des revenus locatifs de 5.1% à €63m (vs €60m en 2022) compte tenu de la hausse des loyers liés à l'IRL (3.5% en 2023) et de l'impact du développement du parc. La marge d'EBITDA ajustée (avant financement du parc) était en baisse à 45.4% (vs 48.5% en 2022) en raison de la baisse des charges récupérables liée au bouclier tarifaire sur l'énergie. Sur notre période de projection, nous nous attendons à ce que la profitabilité baisse 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.

Génération de trésorerie et levier

La capacité d'autofinancement est en baisse (€21m en 2023 vs €26m en 2022) en raison de la hausse des charges financières liées à l'augmentation du taux du livret A. Les investissements restent importants et sont financés majoritairement par recours à l'emprunt (c. 80%), par subventions (c. 8%) et le solde est autofinancé par l'OPH. En 2023, Deux Fleuves Rhône Habitat a réussi à préserver sa trésorerie grâce au mécanisme de double révisabilité des emprunts CDC.

L'endettement financier reste important mais modéré comparé au secteur. Notre levier net ajusté a augmenté en 2023, passant de 13.4x à fin 2022 à 14.0x à fin 2023. Nous nous attendons toutefois à ce que ce ratio augmente sensiblement sur notre période de projection compte tenu du programme d'investissements déjà initié pour 2025-2026.

La majorité de la dette de Deux Fleuves Rhône Habitat provient de la CDC/Banque des Territoires via l'allocation de l'épargne réglementée provenant du Fonds d'Épargne (c. 80% de la dette brute), et est indexée sur le taux du livret A. Il n'y a pas d'emprunts faisant l'objet d'opération de couverture. A fin 2020, Deux Fleuves Rhône Habitat a émis un placement privé de type emprunt obligataire (non subordonné) amortissable de €10m avec une durée de 50 ans auprès d'investisseurs institutionnels. En 2021 et en 2022, l'OPH a également émis €32m de titres participatifs auprès de la Banque des Territoires et d'Action Logement. Ces émissions ont pour but le financement des projets de rénovation énergétique de l'OPH. Ces titres constituent des engagements inconditionnels, non assortis de sûretés et subordonnés. Ils sont comptabilisés comme des fonds propres par l'OPH mais ajustés en dette par EthiFinance Ratings.

Deux Fleuves Rhône Habitat ne bénéficie pas de lignes de crédit non-tirées à fin 2023. Par ailleurs, nous comprenons de nos discussions avec l'émetteur, qu'aucun emprunt n'est sujet à des covenants financiers.

Liquidité

Conformément à notre méthodologie, nous estimons que l'OPH possède une liquidité « supérieure » compte tenu de la réglementation, des accès aux financements réglementés de la CDC et de son plan de développement.

Perspectives d'évolution des ratios de crédit (CMEE)

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit (CMEE) est Stable. Nous considérons que les ratios de crédit ne devraient pas changer significativement dans les 12 prochains mois.

Principaux chiffres financiers

Principaux chiffres financiers (€m)	FY21	FY22	FY23	23vs22
Recettes locatives nettes et promotion	71	64	68	7,3%
EBITDA Ajusté	30	31	31	0,5%
Marge d'EBITDA	42%	48%	45%	-3,1pp
EBIT Ajusté	11	10	9	-15,7%
Marge d'EBIT	16%	16%	13%	-3,5pp
Charges financières	(7)	(9)	(15)	76,1%
Dette nette ajustée (DNA)	405	411	434	5,6%
DNA / EBITDA ajusté	13,4x	13,4x	14,0x	0,7x
Capacité d'autofinancement (CAF)	26	26	21	-20,0%
CAF / DNA	6,5%	6,2%	4,7%	-1,5pp
DNA / Fonds propres ajustés	129%	125%	131%	5,4pp
Logements (foyers inclus)	13 280	13 231	13 323	0,7%

Sensibilité 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 (↑)

Deux Fleuves Rhône Habitat bénéficie déjà de la plus haute notation court-terme.

- Facteurs négatifs (↓)

Une dégradation de la notation de Deux Fleuves Rhône Habitat à EF1 résulterait à la fois d'une dégradation de l'environnement de marché avec une régulation moins favorable, un système institutionnel moins structuré, ou une baisse de la qualité de crédit du souverain, combiné à une dégradation du profil financier du groupe. En particulier, une nouvelle baisse de la qualité de crédit du souverain alors qu'à court terme, le profil financier du groupe est contraint par une génération de trésorerie limitée dans un contexte d'investissements soutenus, pourrait dégrader la notation de Deux Fleuves Rhône Habitat.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - Social Housing : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_193_V1.Corporate_Rating_Methodology_Social_Housing.pdf
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-ratingmethodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- 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.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

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: <https://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 © 2023 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