



ISSUER RATING

Short-Term



INSTRUMENT RATING

Neu CP

Initiation date 01/12/2022
Rating date 02/10/2023**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 l'OPAC du Rhône (« l'OPAC » ou « l'organisme » dans ce rapport). Le programme de NEU CP de €150m de l'OPAC du Rhône bénéficie également d'une notation EF1+.
- La très bonne notation s'explique par i) le cadre réglementaire structuré est favorable en France ; ii) la politique financière prudente de l'OPAC lui permettant d'afficher un très bon niveau de profitabilité et de dégager une trésorerie satisfaisante pour continuer à investir dans le développement et l'entretien de son parc. Enfin, iii) le soutien exceptionnel attendu de l'Etat français est jugé comme très fort, ce qui impacte favorablement notre notation.
- En revanche, la notation est contrainte par i) la taille limitée du parc d'OPAC du Rhône et la performance énergétique moyenne de son parc (c. 7% du parc noté F ou G) ; ii) ses ratios de crédit restent élevés (levier net ajusté par EthiFinance Ratings à 13.4x à fin 2022) compte tenu de son activité ; et iii) le contexte inflationniste actuel qui rend l'environnement de marché incertain compte tenu de la hausse des taux.

DESCRIPTION DE L'EMETTEUR

L'OPAC du Rhône gère un parc immobilier d'environ 12 000 logements dont 99.8% de logements conventionnés. L'OPAC possède un statut d'office public de l'habitat (« OPH ») et est le premier bailleur social du département du Rhône, sa collectivité territoriale de rattachement. L'histoire récente de l'organisme se caractérise par sa séparation en 2016 avec l'OPH de la Métropole de Lyon (Lyon Métropole Habitat), compte tenu de la scission entre le département du Rhône et Lyon Métropole. En 2022, le chiffre d'affaires de l'OPH s'élevait à €64m pour un EBE ajusté de c. €31m. Le ratio de dette nette ajustée sur EBE s'élevait à 13.4x, et celui de dette nette ajustée sur immobilisations corporelles à 53%.

En 2022, l'OPAC du Rhône affichait un chiffre d'affaires en baisse de 11% à €64m en raison de la baisse du chiffre d'affaires de l'activité d'accession, elle-même liée à de moindres livraisons en 2022 qu'en 2021, et à une baisse des ventes de charges foncières de l'activité d'aménagement, activité par nature non récurrente. En parallèle, les revenus locatifs étaient en hausse de 2% à €61m (vs €60m en 2021) principalement en raison de la croissance du parc. La marge d'EBE était en hausse à 48.5% (vs 42.0% en 2021), en partie liée aux cessions moins importantes dont la marge est plus faible.

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 à 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 - 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'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

Le portefeuille de l'OPAC se caractérise par une attractivité plutôt bonne, bien que quelque peu disparate. Ainsi, c. 27% du parc de logements est situé en zone détendue. Ceci est quelque peu nuancé par la localisation de c. 70% du portefeuille en zone attractive (correspondant à la classification B1) et bénéficiant en particulier de la forte attraction de Lyon sur les territoires proches. Le département du Rhône présente une croissance démographique soutenue, avec une augmentation de sa population de 4.5% de 2014 à 2020 selon l'INSEE, liée à la périurbanisation et à l'attraction de l'agglomération lyonnaise. Le développement de l'OPAC du Rhône devrait essentiellement se concentrer sur ces zones attractives, compte tenu des besoins en logements sociaux sur ces territoires. Le développement de l'organisme nous semble maîtrisé avec une croissance nette du portefeuille de logements d'environ 1.0% par an, se composant d'une croissance brute proche de c. 2.0% par an, de cessions et démolitions contribuant respectivement pour c. -0.4% et c. -0.6% par an.

En parallèle, l'OPAC du Rhône mène une politique dynamique d'investissements en matière de performance énergétique qui doit mobiliser €80m sur la période 2021-2026. Ces investissements doivent permettre d'éradiquer l'ensemble des « passoires thermiques » (DPE F et G) du portefeuille, et de réduire de c. 40% les logements classés en D et E. A fin 2022, l'OPAC du Rhône avait réalisé moins de 10% des investissements prévus et la majorité des investissements sont prévus sur la période 2024-2026. Compte tenu du contexte actuel de taux et de la hausse des coûts de rénovation, la poursuite du plan de rénovation énergétique pourrait freiner le développement des constructions de nouveaux logements à court-terme.

L'OPAC du Rhône 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 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.

RISQUES LOCATIFS

Les indicateurs de gestion fondamentaux comme la vacance et le taux d'impayé sont situés à des niveaux corrects. Concernant la vacance, la vacance commerciale à plus de 3 mois est plutôt faible (à 0.72% à fin 2022 vs 0.75% à fin 2021). Ceci nous semble cependant nuancé par l'importance de la vacance technique (3.8% à fin 2022). 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.

PROFIL FINANCIER

La notation demeure contrainte par le ratio élevé de dette nette ajustée sur EBE. Ce ratio s'établissait à 13.4x à fin 2022. Selon le plan d'affaires à 10 ans communiqué en octobre 2022, (i) le ratio de flux de trésorerie d'exploitation sur couverture de la dette devrait être proche de 1.4x, (ii) le ratio de levier net devrait augmenter, de manière progressive et maîtrisée, au cours des prochaines années pour s'approcher des 16.0x ; il devrait ensuite progressivement redescendre. Ce haut levier s'explique par la nature du secteur ainsi que par l'important programme d'investissements en cours, tant pour le développement que pour les investissements de rénovation. Ce haut levier nous semble atténué par la présence de financements longs accordés par la CDC.

Les bailleurs sociaux subissent actuellement la hausse des taux d'intérêts (en particulier l'augmentation du taux du livret A). 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 que l'OPAC du Rhône n'a pas recours à des instruments de couverture de sa dette. La CDC permet 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. L'OPAC n'a cependant pas eu recours à mécanisme.

Dans son plan d'affaires à 10 ans établi en octobre 2022, l'OPAC générerait suffisamment d'EBE pour couvrir ses charges d'intérêts et ses investissements de maintenance. L'EBE permet également de couvrir les intérêts et les apports en fonds propres dans les investissements totaux (incluant les investissements de développement). Les cessions sont également une composante importante et représentent c. 10% des investissements de développement. A noter que nous n'avons pas reçu de nouvelle version du PMT. Cependant, l'OPAC considère qu'avec un taux du livret A à 3% (vs 2% dans le PMT 2022), l'impact sur la production de logements serait une baisse de 175 logements, soit une baisse de c. 6% de la production de logements sur 10 ans.

DISTRIBUTION DE LA DETTE

La majorité de la dette de l'OPAC du Rhône provient de la CDC/Banque des Territoires via l'allocation de l'épargne réglementée provenant du Fonds d'Epargne (c. 80% de la dette brute). La majorité de la dette 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, l'OPAC du Rhône 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'OPAC a également émis €32m de titres participatifs auprès de la Banque des Territoires et d'Action Logement. Ces émissions doivent permettre à l'OPAC de financer ses projets de rénovation énergétique. Ces titres constituent des engagements inconditionnels, non assortis de sûretés et subordonnés. Ils sont comptabilisés comme des fonds propres par l'OPAC mais ajustés en dette par EthiFinance Ratings.

L'OPAC du Rhône bénéficie également de lignes de crédit, non-tirées à fin 2022, d'un montant de €55m (vs €130m à fin 2021). Dans le cadre de sa gestion de trésorerie et compte tenu de la hausse de taux, une partie de ces lignes n'ont pas été renouvelées en 2022.

Nous comprenons de nos discussions avec l'émetteur, qu'aucun emprunt n'est sujet à des covenants financiers.

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 d'Epargne à hauteur de 75% mais sans cessions de logements, ni subventions. Il en ressort un score de liquidité de 2 ans. Compte tenu de la réglementation, des accès aux financements réglementés de la CDC et du plan de développement de l'OPAC du Rhône, nous estimons que ce dernier possède une liquidité « supérieure ».

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.

PRINCIPAUX CHIFFRES FINANCIERS

Principaux chiffres financiers (€m)	2020	2021	2022	22vs21
Recettes locatives et cessions	62	71	64	-10.8%
EBITDA Ajusté	32	30	31	2.8%
Marge d'EBITDA	51%	42%	48%	6.4pp
EBIT Ajusté	15	11	10	-5.7%
Marge d'EBIT	23.5%	15.5%	16.4%	0.9pp
Charges financières	(8)	(7)	(9)	27.4%
Dette nette ajustée (DNA)	386	405	411	1.6%
DNA / EBITDA ajusté	12.2x	13.5x	13.4x	-0.2x
Capacité d'autofinancement - CAF	25	25	25	2.8%
CAF / DNA	6.4%	6.1%	6.2%	0.1pp
DNA / Fonds propres ajustés	129%	129%	125%	-3.7pp
Nombre de logements (foyers inclus)	13 105	13 280	13 568	2.2%

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 (↑).

L'OPAC du Rhône bénéficie déjà de la plus haute notation court-terme.

- Facteurs négatifs (↓).

Une dégradation de la notation de l'OPAC du Rhône à EF1 résulterait principalement d'une dégradation 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.

INFORMATIONS REGLEMENTAIRES**LEI** : 969500IAX38RQ1F9IW95**Nature de la notation** : Notation court-terme sollicitée**Initiation** : EF1+ le 01/12/2022**Dernière action de notation** : Initiation à EF1+, le 01/12/2022**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 plaquette de présentation
- Etats financiers et rapport de gestion pour 2020, 2021 et 2022
- Entretiens avec la direction
- Rapport de l'ANCOLS sur l'OPAC du Rhône
- 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 de la Chambre régionale des comptes Auvergne Rhône-Alpes sur l'OPAC du Rhône
- 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

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.Corporate_Rating_Methodology_Social_Housing.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