

ISSUER RATING
Short-termINSTRUMENT RATING
Neu CPInitiation date 29/11/2022
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 CDC Habitat social SA et à son instrument de NEU CP de €300m.
- La très bonne notation s'explique par le cadre réglementaire structuré et très favorable dont bénéficient les bailleurs sociaux en France. CDC Habitat social dispose également d'une taille significative et d'un parc jugé de qualité, 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 1% du parc avec un DPE F ou G). Le groupe affiche ainsi un risque locatif faible (taux de vacance relouable inférieur à 1%). Enfin, le soutien exceptionnel attendu de l'Etat français, en cas de difficulté du secteur, 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.
- La notation reste en revanche contrainte par une rentabilité limitée en raison des contraintes de location alors que les ratios de crédit restent élevés. Le levier net ajusté ressortait à 17.9x à fin 2023 et devrait augmenter sur notre période de projections (2024-2026). 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). Enfin, nous estimons le plan de développement de CDC Habitat social comme soutenu, à la fois en termes de construction et de rénovation / réhabilitation pour les années à venir tandis que la génération de cash-flow demeure impactée à court-terme par le niveau toujours élevé du taux du livret A.

Description de l'émetteur

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 de plus de 200 000 logements dont c. 85% de logements conventionnés à fin 2023. CDC Habitat social, présent sur l'ensemble du territoire français, est un acteur de référence du secteur des bailleurs sociaux.

A fin 2023, CDC Habitat social a enregistré près de €969m de recettes locatives pour un chiffre d'affaires (hors recettes sur charges récupérables) de €1 109m, qui comprend également le chiffre d'affaires sur l'activité de promotion et les prestations de services. L'EBITDA, tel que calculé par EthiFinance Ratings, s'élevait à près de €440m pour un levier net ajusté de 17.9x et un ratio de dette nette sur immobilisations corporelles à 66%.

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% vs 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% vs 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**

La notation de CDC Habitat social reflète l'attractivité de son portefeuille avec une forte présence dans les zones tendues comme l'Ile-de-France et les grandes agglomérations. A fin 2023, environ 56% du parc de CDC Habitat social était situé à Paris et en Ile-de-France et environ 16% dans les grandes agglomérations françaises.

- **Performance énergétique du portefeuille**

CDC Habitat social bénéficie d'une faible proportion de logements énergivores (classés E, F ou G). En effet, moins de 9% de son portefeuille de logements (hors foyers) est classé E, F ou G et en particulier, les logements F et G représentent moins de 1% de son parc. Cette très bonne performance est à la fois liée aux investissements importants réalisés sur le parc existant mais également à la politique de rotation des actifs qui permet de maintenir un portefeuille de qualité.

Risques locatifs

- **Une vacance commerciale limitée**

La vacance commerciale à plus de 1 mois est très faible (0.79% à fin 2023, stable par rapport à 2022). La vacance globale (incluant la vacance technique) est également à un niveau que nous jugeons comme bon (3.85% à fin 2023, stable par rapport à 2022).

- **Un taux d'impayés très satisfaisant**

Le taux d'impayés, tel que calculé par EthiFinance Ratings, est resté excellent à 0.70% en 2023 (vs 0.71% en 2022). Les provisions sur créances ont progressé tandis que les pertes sur créances irrécouvrables ont baissé malgré le contexte marqué par l'inflation et la hausse des coûts de l'énergie.

Gouvernance et politique financière

La gouvernance de CDC Habitat social est organisée autour d'un directoire composé de 5 membres et d'un conseil de surveillance, composé de 15 membres. Les membres du conseil de surveillance représentent à la fois les principaux organismes du logement social, les grandes métropoles et les locataires. La gouvernance nous paraît adaptée bien qu'avec un faible niveau d'indépendance mais qui se justifie par le rôle de CDC Habitat social dans le secteur du logement social.

En termes de politique financière, le groupe mène une politique d'investissement soutenue à la fois en termes de construction et de réhabilitation. Dans son dernier plan moyen terme à 10 ans (PMT), sur la période 2024-2033, les investissements de développement ont été légèrement revus à la baisse par rapport au précédent plan (-9% en volume). 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 de €300m sur la période en lien avec leur plan de rénovation énergétique à horizon 2030. Les plus-values de cessions restent une composante importante du financement du développement et représentent c. 19% des investissements de développement et de maintenance.

Nous estimons que la rentabilité demeurera faible et le levier élevé, ce qui contraint la notation. Le levier net devrait être supérieur à 18.0x sur notre période de projection (2024-2026) contre 17.9x à fin 2023 lié au plan d'investissement soutenu alors que la progression des loyers est limitée. Nous nous attendons à une baisse de la génération de trésorerie d'exploitation à court terme compte tenu des charges financières qui restent élevées. Le ratio de capacité d'autofinancement (avant remboursement des emprunts et encaissement des produits de cessions) rapporté au chiffre d'affaires devrait continuer de baisser pour s'établir en dessous de 20% (contre c. 30% en 2022 et c. 26% en 2023) en raison d'une augmentation plus rapide des charges financières que des loyers.

CDC Habitat social, comme l'ensemble des bailleurs sociaux, a subi la hausse des taux d'intérêt (en particulier l'augmentation du taux du livret A). Notons cependant que CDC Habitat social a recours à des instruments de couverture sur une partie de sa dette, ce qui a permis de limiter l'impact de la hausse des taux (taux moyen 2023 après couverture de 2.6%). La Banque des Territoires permet également le reprofilage des prêts en allongeant leurs durées pour maintenir des annuités constantes. CDC Habitat social utilise ce mécanisme, ce qui lui permet actuellement de continuer à investir tout en préservant 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 haut qui perdure dans le temps, ils peuvent ajuster si nécessaire leur rythme de croissance pour adapter leur développement à leur capacité de financement. En revanche, nous estimons que le programme de cessions de CDC Habitat social est soutenu et pourrait être impacté par les difficultés actuelles du secteur immobilier. L'accès à la propriété des particuliers pourrait toutefois être relancé par la baisse des taux initiée par la BCE.

Profil financier

Résultats et rentabilité

En 2023, le chiffre d'affaires de CDC Habitat social était en hausse de 6.2% en raison d'une hausse des recettes locatives liée à la revalorisation des loyers sur l'IRL et à la baisse de la vacance, ainsi qu'à la livraison de nouveaux logements. La marge d'EBITDA ajusté est restée relativement stable à 39.7% (vs 40.0% en 2022) alors que les charges ont globalement augmenté mais ont été compensées par la hausse des recettes sur charges récupérables et par une hausse des subventions. Nous nous attendons à ce que la rentabilité se maintienne aux niveaux de 2022-2023 pour les années (2024-2026), les loyers progressant grâce à l'IRL (3.5% en 2024) mais les frais de gestion restant élevés.

Génération de trésorerie et levier

La génération de trésorerie a baissé sur l'exercice en raison de la hausse des frais financiers qui sont passés de €105m en 2022 à €219m en 2023 en raison de la hausse du livret A. Les investissements de rénovation et de développement sont restés importants (c. €620m en 2023). Ils sont principalement financés par recours à la dette (c. 72%), par subventions (c. 8%), et également par les cessions. Les free cash-flows tels que calculés par EthiFinance Ratings (après investissements) sont négatifs en 2023. En raison de la hausse des taux d'intérêt, nous anticipons une baisse de la capacité d'autofinancement sur notre période de projection. La trésorerie devrait continuer de baisser compte tenu des investissements importants prévus mais resterait à un niveau confortable (c. €500m). A noter qu'en 2023, la trésorerie a en partie été préservée grâce au mécanisme de reprofilage de la dette que propose la Banque des Territoires permettant de maintenir des annuités constantes lorsque les taux augmentent en allongeant la durée des prêts.

Notre ratio de dette nette sur EBITDA était de 17.9x à fin 2023, en légère amélioration par rapport à 2022 (18.1x). Cette amélioration s'explique par la hausse de la rentabilité d'exploitation alors que l'endettement net a augmenté en raison des free-cash flows négatifs liés au programme d'investissement important, financés par la trésorerie et l'augmentation de l'endettement. Sur notre période de projections (2024-2026), nous nous attendons à ce que notre ratio de dette nette sur EBITDA ajusté se détériore graduellement en raison du programme d'investissements important sur la période, ce qui pèsera sur la dette nette. Le levier net devrait être supérieur à 18.0x sur notre période de projection et atteindre 18.7x à fin 2026.

En ce qui concerne la LTV, telle que calculée par CDC Habitat social, elle s'établit à 39% et devrait légèrement se dégrader dans les années à venir compte tenu de la hausse de l'endettement net (à taux de capitalisation constant).

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 2023, 50% de la dette était indexée sur le taux du livret A, 47% à taux fixe et le solde à taux variable. 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 / EBITDA (majoré des produits financiers et plus-values des cessions) de maximum 16.0x (12.8x à fin 2023) et (ii) un ratio de couverture du service de la dette par l'EBITDA (majoré des produits financiers et du résultat des cessions) de minimum 1.1x (ratio de 1.3x à fin 2023).

Liquidité

Conformément à notre méthodologie, nous considérons la liquidité de CDC Habitat social comme « adéquate » reflétant un bon profil de crédit et un accès aux financements réglementés de la Banque des Territoires alors que les investissements sont soutenus comparés à la génération de free cash-flow.

Perspectives d'évolution des ratios de crédit (CME)

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit (CME) 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	1 015	1 045	1 109	6,2%
EBITDA Ajusté	442	418	440	5,3%
Marge d'EBITDA	44%	40%	40%	-0,3pp
EBIT Ajusté	68	48	60	26,2%
Marge d'EBIT	7%	5%	5%	0,9pp
Charges financières	(147)	(130)	(219)	68,9%
Dette nette ajustée (DNA)	7 705	7 557	7 892	4,4%
DNA / EBITDA ajusté	17,4x	18,1x	17,9x	-0,2x
Capacité d'autofinancement (CAF)	332	317	289	-8,7%
CAF / DNA	4,3%	4,2%	3,7%	-0,5pp
DNA / Fonds propres ajustés	175%	164%	170%	5,7pp
Logements (foyers inclus)	196 086	198 147	200 572	1,2%

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 (↑)

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 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, le tout 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 CDC Habitat social.

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 considered 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