

ISSUER RATING
Long termOUTLOOK
NegativeInitiation date 14/12/2023
Rating Date 29/10/2024

Contacts

Lead analyst

Anne Guy
anne.guy@ethifinance.com

Committee chair

Marc Pierron
marc.pierron@ethifinance.com

Action de notation et justification

- EthiFinance Ratings confirme la notation long-terme A+ attribuée à Alpes Isère Habitat (« AIH » ou « l'OPH » dans ce rapport) assortie d'une perspective Négative (contre Stable auparavant). Cette révision de la perspective est directement liée au risque de dégradation de la qualité de crédit de la France dont le soutien est jugé comme très fort, ce qui impacte favorablement la notation d'Alpes Isère Habitat.
- La bonne notation s'explique par le cadre réglementaire structuré et très favorable dont bénéficient les bailleurs sociaux en France. Alpes Isère Habitat dispose d'un parc jugé de qualité avec un bon positionnement de ses actifs en termes de géographie (majoritairement en zones tendues) et une performance énergétique très bonne (2,8% du parc avec un DPE F et 0,3% avec un DPE G). Le groupe affiche ainsi un risque locatif faible, avec notamment un taux de vacance relouable de c. 1.0%. 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.
- En revanche, la notation demeure contrainte par la rentabilité limitée de l'OPH en raison des contraintes de location alors que ses ratios de crédit restent élevés (le levier net ajusté ressortait à 16.4x à fin 2023). 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

Alpes Isère Habitat 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 plus de c. 29 100 logements dont 1 770 foyers et c. 27 200 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 2023, le chiffre d'affaires de l'organisme (hors charges récupérables) s'élevait à €141m pour un EBITDA ajusté de c. €65m. La dette nette ajustée (ajustements portant sur les engagements de retraites et les titres participatifs) s'élevait à €1 076m, soit un ratio de dette nette ajustée sur EBITDA de 16.4x.

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

Le portefeuille de logements (hors foyers) d'Alpes Isère Habitat est situé à c. 96% 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) à fin 2023.

Le département de l'Isère présente une croissance démographique bonne, avec une augmentation de sa population de 0.45% par an sur la période 2015-2021 (contre 0.3% sur la même période en France). 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.

A noter qu'en 2023, notre évaluation de la performance énergétique s'est légèrement dégradée compte tenu de la réalisation de DPE pour les foyers alors qu'AIH ne disposait pas de données précédemment, et du changement de méthode de reporting des DPE pour les logements. AIH reste néanmoins très en avance concernant la performance énergétique de son parc, avec c. 19% de logements énergivores à fin 2023 contre c. 27% en moyenne pour les bailleurs sociaux et c. 40% pour les logements français en général. Par ailleurs, la part de logements G et F est très faible, respectivement 0.3% et 2.8% du parc d'AIH.

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 1.0% à fin 2023 et a baissé par rapport à 2022 (1.5% en 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, est resté stable et s'établit à un niveau satisfaisant, de l'ordre de 1.0% des recettes locatives brutes (charges récupérables incluses).

Gouvernance et politique financière

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 de développement, dans le cadre de la revue de son plan pluriannuel d'investissement à 10 ans en décembre 2023, AIH a revu à la baisse les développements (c. 18% en volumes) alors que les investissements de rénovation / réhabilitation ont été maintenus à c. €25 / an. La baisse des développements est en ligne avec les autres acteurs du secteur, en effet, à titre de comparaison, la Banque des Territoires a revu à la baisse de -24% les perspectives de développement à 10 ans. Le niveau des rénovations, principalement énergétiques, demeure un axe stratégique important de l'OPH.

La génération de trésorerie reste 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 2021-2023. Compte tenu du plan stratégique à 10 ans, nous nous attendons à ce que ce ratio reste stable et soit en moyenne proche de 18x sur notre période de projections (2024-2026).

AIH, 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. AIH 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.

AIH s'est regroupé avec deux autres bailleurs sociaux isérois, Advivo et Actis, pour former la Société de Coordination entre Rhône et Alpes (SCEREA). La SCEREA a permis à Advivo et Actis de répondre à l'obligation de regroupement pour les organismes de moins de 12 000 logements dans le cadre de la loi ELAN. Cette société de coordination n'est pas une fusion et a pour but un partage de compétences et une coordination des OPH du département. Les mutualisations se limitent actuellement aux compétences obligatoires, notamment l'élaboration d'un cadre stratégique patrimonial et d'utilité sociale commun, la mise en place d'une politique d'achat (hors investissements immobiliers). Isabelle RUEFF, directrice générale d'AIH, est également directrice générale de la SCEREA.

Profil financier**Résultats et profitabilité**

Les revenus locatifs ont progressé en 2023 de 6.3% en lien avec la revalorisation des loyers (hausse de l'IRL à 3.5%) alors que la progression du parc est restée limitée (hausse de 0.3% du nombre de logements). L'EBITDA ajusté (avant financement du parc) s'élevait à €65m en 2023. Il a progressé par rapport à 2022 (+10.3%) en raison de la hausse des loyers et de la baisse de la vacance. La marge d'EBITDA ajustée s'établissait à 46.3% en 2023 (contre 44.6% en 2022), un niveau que nous jugeons comme satisfaisant. Nous nous attendons à ce que la profitabilité baisse pour les années à venir et soit en moyenne inférieure à 44% compte tenu des charges opérationnelles qui restent élevées.

Génération de trésorerie et levier

La capacité d'autofinancement a baissé sur l'exercice en raison de la hausse des frais financiers qui sont passés de €17m en 2022 à €31m en 2023 suite à la hausse du livret A. Les investissements de rénovations et de développement sont restés importants sur l'exercice (c. €89m sur l'exercice). Les free cash-flow tels que calculés par EthiFinance Ratings (après investissements) restent 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 jusqu'en 2025 avant de repartir à la hausse.

En lien avec l'activité, le niveau d'endettement reste élevé. Le ratio de dette nette ajustée s'élevait à 16.4x à fin 2023 (vs 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. 77% à fin 2023), le solde de la dette étant composé de dette bancaire (c. 18%) et de dette Action Logement (c. 3%).

Liquidité

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)	FY21	FY22	FY23	23vs22
Recettes locatives nettes et promotion	128	132	141	6,3%
EBITDA Ajusté	55	59	65	10,9%
Marge d'EBITDA	43%	45%	47%	1,9pp
EBIT Ajusté	11	10	13	38,4%
Marge d'EBIT	8%	7%	10%	2,2pp
Charges financières	(13)	(17)	(31)	83,3%
Dette nette ajustée (DNA)	1 026	1 031	1 076	4,3%
DNA / EBITDA ajusté	18,8x	17,5x	16,4x	-1,0x
Capacité d'autofinancement (CAF)	52	50	45	-10,0%
CAF / DNA	5,1%	4,8%	4,2%	-0,7pp
DNA / Fonds propres ajustés	310%	305%	313%	8,3pp
Logements (foyers inclus)	28 961	29 059	29 134	0,3%

Grille de notation

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

Sensibilité 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 à AA- 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. Compte tenu de l'activité d'AIH et de son business model, une telle amélioration ne nous paraît pas envisageable.

- 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 de la qualité de crédit du souverain. En particulier, une nouvelle dégradation de la qualité de crédit de la France pourrait entraîner une dégradation de la notation d'AIH à A.

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/corporateratingmethodology-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 provided ancillary services to the rated entity, but not to its related third parties. However, according to our Conflict of Interest Policy, it does not involve a conflict of interest, since the aggregate sale does not exceed 5% of net turnover.
- 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