

RATING ACTION COMMENTARY

Fitch confirme la note de CDC Habitat à « AA- » ; la perspective est négative

Fri 16 Sep, 2022 - 04:24 ET

Fitch Ratings - Paris - 16 Sep 2022: Fitch Ratings a confirmé les notes de défaut émetteur (Issuer Default Ratings - IDR) à long terme en devises et en monnaie locale attribuées à CDC Habitat à 'AA-'. La perspective négative reflète celle de l'Etat français. La liste complète des actions sur la note est ci-dessous.

Fitch considère CDC Habitat comme une entité liée à l'Etat français (AA/Négative), et la note un cran en dessous de l'Etat. Cette approche reflète un score de 40 points selon la méthodologie de notation des entités liées à un gouvernement (Government Related Entities - GRE). Le profil de crédit intrinsèque (PCI) est 'bbb+' et n'est pas déterminant pour la note finale.

PRINCIPAUX FACTEURS DE NOTATION

Statut, mode de propriété et contrôle : très fort

CDC Habitat est une société d'économie mixte qui, depuis 2004, est détenue à 99,99% par la Caisse des dépôts et consignations (CDC ; AA/Négative), établissement public spécial contrôlé par l'Etat français. A fin 2021, 79% de la dette à long terme de CDC Habitat contient une clause d'actionariat au titre de laquelle, si l'Etat ou une agence publique de l'Etat descendait au-deçà de 51% du capital de CDC Habitat, la dette de CDC Habitat deviendrait exigible.

CDC Habitat est contrôlé par un mécanisme de gouvernance, qui a été renforcé en 2013 grâce à l'adoption du modèle prudentiel de la CDC. Ceci se traduit par un reporting détaillé de CDC Habitat auprès de la CDC qui se décline de manière trimestrielle pour les informations relatives à la dette et la liquidité. La CDC intervient dans les décisions d'investissement du groupe CDC Habitat au-delà de certains seuils : les décisions supérieures à 20 millions d'euros nécessitent l'accord du conseil de surveillance de CDC Habitat et celles supérieures à 100 millions d'euros l'accord préalable du comité d'engagement de la CDC.

CDC Habitat, en tant que bailleur social, est également soumis aux contrôles de l'ANCOLS, l'Agence Nationale de Surveillance du Logement Social. L'ANCOLS est un organisme public dépendant du ministère du logement social et du ministère de l'économie.

Historique et perspectives de soutien : très fort

CDC habitat a reçu un soutien régulier de l'Etat via la CDC. Conformément aux accords de partage de résultat net entre la CDC et ses filiales, CDC Habitat doit lui verser 50% des résultats nets constatés dans ses comptes consolidés. Néanmoins, entre 2014 et 2020 la CDC a renoncé au versement de dividendes par CDC Habitat dans le cadre de son plan de soutien à sa filiale. En 2021, CDC Habitat a versé un dividende exceptionnel de 50 millions d'euros à son actionnaire. Nous nous attendons à ce que CDC y renonce entre 2022 et 2023.

Ce plan de soutien se traduit également par des augmentations de capital importantes : afin de financer la participation de CDC Habitat aux efforts de soutien public en direction du secteur de la construction et du logement social, la CDC a validé une importante augmentation de capital de 1,37 milliard d'euros entre 2020 et 2022, dont 849 millions d'euros déjà libérés entre 2020 et 2021.

L'exonération de la taxe foncière pour des logements intermédiaires livrés à compter du 1er janvier 2023 a été remplacée par un crédit d'impôt sur les sociétés. Cette mesure réduit l'EBITDA de CDC Habitat toute chose égale par ailleurs. Or, l'impact négatif devrait être très limité sur les cinq prochaines années.

Fitch estime que, si nécessaire, l'État français serait en mesure de renforcer ses mesures de soutien à CDC Habitat via la CDC, et qu'il n'y aurait pas de restrictions légales susceptibles d'entraver ce soutien.

Conséquences socio-politiques d'un défaut : fort

Fitch estime qu'un défaut de CDC Habitat mettrait temporairement en péril la poursuite d'une politique publique essentielle avec des répercussions politiques et économiques importantes. Le rôle stratégique du groupe CDC Habitat pour l'Etat se traduit notamment par son implication dans le plan de relance du logement intermédiaire. CDC Habitat est l'un des investisseurs les plus actifs du pays, notamment pour le logement intermédiaire dans des zones à forte demande comme la région Ile-de-France (AA/Négative).

Son mandat de politique publique lui confère un rôle contra cyclique comme le montre son engagement de construire 211 000 unités entre 2022 et 2031 (au niveau du groupe), dont plus de 81 000 logements sur le périmètre consolidé noté par Fitch, pour soutenir le secteur de la construction.

CDC Habitat dépend de ressources externes pour financer son programme d'investissement et un défaut menacerait la réalisation de son plan de développement stratégique. A fin 2021, la dette nette de CDC Habitat était de 4,7 milliards d'euros et la dette nette ajustée de CDC Habitat atteint 5,4 milliards d'euros d'ici 2026 dans notre scénario de notation.

Conséquences financières d'un défaut : fort

Fitch ne considère pas CDC Habitat comme un véhicule de financement de l'Etat français. Cependant, Fitch estime qu'un défaut de CDC Habitat aurait un impact important sur les coûts d'emprunt d'autres entreprises publiques liées à l'Etat, dont la CDC. Fitch considère qu'il existe également un risque de contagion portant pour le coût des emprunts des bailleurs sociaux en cas de défaut de CDC Habitat.

CDC Habitat est un émetteur régulier sur les marchés à travers ses programmes NeuMTN de 1,2 milliard d'euros et NeuCP de 1,5 milliard d'euros.

Profil de crédit intrinsèque

Le PCI de CDC Habitat est évalué à 'bbb+', ce qui reflète une évaluation à « moyen » de la capacité à maintenir les recettes, une évaluation à « fort » des risques liés à l'exploitation et un ratio de levier financier (dette nette sur EBTIDA) que Fitch estime à près de 10x à moyen terme (2021 : 10,8x).

Capacité à maintenir les recettes – facteur évalué à « moyen »

Notre évaluation de la capacité à maintenir les recettes à « moyenne » reflète des caractéristiques liées à la demande évaluées à « fortes » et une flexibilité tarifaire

évaluée à « moyenne ». La demande de logements à loyer régulé reste élevée et présente une faible volatilité car elle est tirée par l'augmentation des prix de l'immobilier dans les zones urbaines. Contrairement aux autres bailleurs sociaux notés par Fitch et en raison du profil socio-économique plus favorable de ses locataires, les recettes d'exploitation de CDC Habitat ne bénéficient pas des aides pour le logement que les bailleurs de logements sociaux reçoivent au nom de leurs locataires.

CDC Habitat ne dispose cependant que d'une flexibilité limitée pour ajuster les loyers de ses logements car ceux-ci sont fixés selon une procédure réglementée par le code de la construction et de l'habitation. Les loyers des logements intermédiaires sont fixés de 15% à 20% en dessous du marché, et leur changement est règlementé pendant 20 ans. Les logements intermédiaires sont loués à des personnes éligibles avec des revenus en-dessous de certains critères. En échange, le bailleur reçoit des avantages fiscaux (TVA réduite et exonération de taxe foncière pour les logements livrés avant le 1er janvier 2023 et crédit d'impôt sur les sociétés pour les logements livrés après cette date).

CDC Habitat est également plus dépendante de la vente de logements pour financer son développement, ce qui l'expose à la volatilité du marché immobilier. Ceci explique l'évaluation à « moyenne » de la capacité à maintenir les recettes contre « forte » pour la plupart des bailleurs sociaux français.

Le contexte inflationniste de 2022 ne devrait pas, selon Fitch, conduire à une hausse des impayés importante, compte tenu du profil socio-économique plus favorable des locataires du logement intermédiaire par rapport au logement social et des mesures de soutien de l'Etat visant à épargner les particuliers d'une hausse brutale de leurs dépenses courantes. Par exemple, la hausse des prix de l'électricité reste contenue en 2022 en raison du gel des prix de l'électricité pour les particuliers au niveau de 4% mis en place par le gouvernement.

Risques liés à l'exploitation – facteur évalué à « fort »

L'évaluation à « fort » des risques liés à l'exploitation reflète des postes de coûts bien identifiés et présentant une volatilité potentielle faible. En 2021, les dépenses de fonctionnement comprenaient principalement les frais de personnel (23% des dépenses d'exploitation), les services extérieurs (35%), les impôts et les taxes payés (19%) et les frais de maintenance (18%). La part des impôts et des taxes payés devrait augmenter dans les années à venir, compte tenu de la fin de l'exonération de nouveaux logements intermédiaires de la taxe foncière, effective au 1er janvier 2023.

L'inflation plus élevée en 2022 a un impact direct sur les coûts de maintenance, ainsi qu'un impact indirect sur les coûts de personnel, ce que nous prenons en compte dans

notre scénario de notation.

CDC Habitat dispose également d'un programme d'investissement important (1,5 milliard d'euros dépensés en 2021), qui peut être revu à la baisse si nécessaire. Cela permet à l'entité de disposer d'une réelle flexibilité dans la planification de ses postes de coûts majeurs.

Fitch considère la gestion des ressources comme un attribut « fort », car l'entité ne dépend pas de ressources rares ou volatiles. La planification et la gestion du capital est un attribut évalué comme « neutre » : CDC Habitat suit un plan d'investissement pluriannuel régulièrement mis à jour et étroitement contrôlé.

Profil financier – facteur évalué à « moyen »

Dans notre scénario de notation, le ratio de levier financier de CDC Habitat est proche de 10x à moyen terme (10,8x en 2021). L'EBITDA (y.c. les produits de cessions) atteint 540 millions d'euros en 2026, contre 437 millions en 2021, et la marge d'EBITDA est proche de 60% en 2026, contre 57% en 2021, tirés par le plan de développement de CDC Habitat et une gestion stricte des coûts.

Les dépenses d'investissements de CDC Habitat devraient s'élever à plus de 800 millions d'euros par an en moyenne sur la période 2022-2026, entraînant une augmentation régulière de la dette nette ajustée (à 5,4 milliards d'euros en 2026, contre 4,7 milliards d'euros en 2021) dans notre scénario de notation. Cependant, nous prévoyons que cette hausse de l'endettement sera compensée par une augmentation de l'EBITDA et d'une augmentation de capital importante de la part de la CDC (1,37 milliard d'euros entre 2020 et 2022).

En 2021, CDC Habitat a créé une société civile immobilière (SCI) Lamartine (BBB+/Stable), à laquelle CDC Habitat a transféré 7 600 logements, dont 76% de logements libres et 24% de logements intermédiaires, d'une valeur de 2,4 milliards d'euros. Près de la moitié du portefeuille est en cours de développement dans le cadre des contrats VEFA (vente en l'état futur d'achèvement), dans lesquels le risque de développement est limité grâce aux contrats à coût fixe avec les promoteurs. La livraison de ces logements est prévue entre 2022 et 2024. En mars 2022, 85% des actions de la SCI ont été vendues à CNP Assurances (A/Stable). CDC Habitat conserve une participation minoritaire (15%) et assure la gestion locative des logements, contre une commission de gestion.

Fitch considère que cette opération permettra à CDC Habitat d'obtenir des produits de cessions importants et de libérer du capital pour financer en partie son ambitieux plan

d'investissement.

RÉSUMÉ DE LA NOTATION

Fitch attribue à CDC Habitat un score de 40 points selon notre méthodologie de notation des GRE. Le PCI évalué à 'bbb+', associé au score de 40 points, se traduit par une approche de notation descendante d'un cran par rapport à l'État français. La perspective négative reflète celle de l'Etat.

NOTES DE LA DETTE

Les obligations seniors et non-garanties de CDC Habitat sont notées au même niveau que ses notes finales.

HYPOTHÈSES-CLÉS

Les hypothèses clé retenues par Fitch pour notre scénario (2022-2026) de notation comprennent :

- une hausse nette de parc de logement de 29% ;
- une croissance annuelle moyenne des recettes de gestion de 3,4% ;
- une croissance annuelle moyenne des dépenses de gestion de 2% ;
- un solde d'investissements proche de -369 millions d'euros par an en moyenne ;
- un coût apparent de la dette de 1,9%.

PROFIL DE L'EMETTEUR

CDC Habitat est l'un des plus grands bailleurs sociaux français, gérant un portefeuille de plus de 532 000 logements à fin 2021. Le groupe CDC Habitat est la filiale dédiée au logement de la CDC.

Fitch évalue le pôle consolidé de CDC Habitat, qui se concentre principalement sur les logements intermédiaires et logements libres ainsi que le logement très social avec ADOMA. Il exclut la majeure partie des autres filiales de logement social, qui sont autonomes et ont leurs propres programmes de financement. Le pôle consolidé représente plus de 180 000 logements (dont ADOMA), soit 34% du parc total de logements du groupe.

FACTEURS DE SENSIBILITÉ DES NOTES

Un abaissement des notes de l'Etat français serait répercuté de manière similaire sur celles de CDC Habitat, toute chose égale par ailleurs.

Une évaluation plus basse de certains facteurs de soutien, se traduisant par un score de soutien inférieur à 35, entraînerait un abaissement des notes de CDC Habitat.

Une révision de la perspective de « négative » à « stable » de l'Etat français serait répercutée de manière similaire sur celle de CDC Habitat, toute chose égale par ailleurs.

Une évaluation plus élevée de certains facteurs de soutien, se traduisant par un score de soutien égal ou supérieur à 45, entraînerait une action positive sur les notes de CDC Habitat.

SCÉNARIO LE PLUS FAVORABLE ET SCÉNARIO LE MOINS FAVORABLE

Pour la notation sur l'échelle internationale des émetteurs relevant du champ des finances publiques, Fitch réalise un scénario le plus favorable et un scénario le moins favorable. Le scénario le plus favorable se définit comme le 99ème percentile de la matrice de transition des notes, avec une perspective de rehaussement de la note de trois crans dans un horizon de temps de trois ans. Le scénario le moins favorable se définit comme le 99ème percentile de la matrice de transition des notes, avec une perspective d'abaissement de la note de trois crans dans un horizon de temps de trois ans. Dans ces scénarios, les notes s'étalent de 'AAA' à 'D'. Le scénario le plus favorable et le moins favorable reposent sur les performances historiques des émetteurs. Pour plus d'informations sur la méthodologie utilisée par Fitch pour établir ses scénarios : <https://www.fitchratings.com/site/re/10111579>

CONSIDÉRATIONS ESG

Le score ESG (Environment, Social and Governance) le plus élevé est '3'. Les risques ESG sont neutres ou ont un impact minimal sur la qualité de crédit de l'entité, soit parce qu'ils ne lui sont pas applicables, soit parce qu'ils sont correctement gérés par celle-ci.

NOTATION PUBLIQUE LIÉE À UNE AUTRE NOTE

Les notes de défaut émetteur de CDC Habitat sont liées aux celles de la France (AA/Négative).

PROFIL DE LIQUIDITÉ ET STRUCTURE DE LA DETTE

La structure de la dette de CDC Habitat est solide. A fin 2021, 88% de la dette était à taux fixe (après couverture), 7% sur des taux variables, y compris le Livret A, et les 9% restant relevait de la dette de l'Etat au taux fixe de 0%. La maturité moyenne était de 13

ans et le profil d'amortissement de la dette était relativement lisse avec des pics de remboursement en 2026 et en 2032.

À fin 2021, la trésorerie non-restreinte du pôle consolidé s'élevait à près d'un milliard d'euros. CDC Habitat dispose également d'un programme de NeuCP de 1,5 milliard d'euros sécurisé par 310 millions d'euros de lignes de trésorerie et 740 millions d'euros de lignes de back-up, ainsi que par des liquidités abondantes de CDC Habitat.

RATING ACTIONS

ENTITY / DEBT ↕	RATING ↕			PRIOR ↕
CDC Habitat	LT IDR	AA- Rating Outlook Negative		AA- Rating Outlook Negative
	Affirmed			
	ST IDR	F1+	Affirmed	F1+
	LC LT IDR			AA- Rating Outlook Negative
	AA- Rating Outlook Negative	Affirmed		
senior unsecured	LT	AA-	Affirmed	AA-
senior unsecured	ST	F1+	Affirmed	F1+

[VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS](#)

FITCH RATINGS ANALYSTS

Ekaterina Kozlova

Senior Analyst

premier analyste

+33 1 44 29 92 74

ekaterina.kozlova@fitchratings.com

Fitch Ratings Ireland Ltd

28 avenue Victor Hugo Paris 75116

Sara Signorini

Associate Director

deuxième analyste

+39 02 9475 8142

sara.signorini@fitchratings.com

Maurycy Michalski

Director

président du comité de notation

+48 22 103 3027

maurycy.michalski@fitchratings.com

MEDIA CONTACTS**Athos Larkou**

London

+44 20 3530 1549

athos.larkou@thefitchgroup.com

Additional information is available on www.fitchratings.com

PARTICIPATION STATUS

The rated entity (and/or its agents) or, in the case of structured finance, one or more of the transaction parties participated in the rating process except that the following issuer(s), if any, did not participate in the rating process, or provide additional information, beyond the issuer's available public disclosure.

APPLICABLE CRITERIA

[Government-Related Entities Rating Criteria \(pub. 30 Sep 2020\)](#)

[Public Sector, Revenue-Supported Entities Rating Criteria \(pub. 01 Sep 2021\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

ADDITIONAL DISCLOSURES

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

ENDORSEMENT STATUS

CDC Habitat

EU Issued, UK Endorsed

DISCLAIMER & COPYRIGHT

All Fitch Ratings (Fitch) credit ratings are subject to certain limitations and disclaimers. Please read these limitations and disclaimers by following this link:

<https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. In addition, the following <https://www.fitchratings.com/rating-definitions-document> details Fitch's rating definitions for each rating scale and rating categories, including definitions relating to default. ESMA and the FCA are required to publish historical default rates in a central repository in accordance with Articles 11(2) of Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 and The Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019 respectively.

Published ratings, criteria, and methodologies are available from this site at all times. Fitch's code of conduct, confidentiality, conflicts of interest, affiliate firewall, compliance, and other relevant policies and procedures are also available from the Code of Conduct section of this site. Directors and shareholders' relevant interests are available at <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch may have provided another permissible or ancillary service to the rated entity or its related third parties. Details of permissible or ancillary service(s) for which the lead analyst is based in an ESMA- or FCA-registered Fitch Ratings company (or branch of such a company) can be found on the entity summary page for this issuer on the Fitch Ratings website.

In issuing and maintaining its ratings and in making other reports (including forecast information), Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings and reports should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating or a report will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch

and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings and its reports, Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings and forecasts of financial and other information are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings and forecasts can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating or forecast was issued or affirmed.

The information in this report is provided “as is” without any representation or warranty of any kind, and Fitch does not represent or warrant that the report or any of its contents will meet any of the requirements of a recipient of the report. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion and reports made by Fitch are based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings and reports are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating or a report. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at any time for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of the United Kingdom, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.

For Australia, New Zealand, Taiwan and South Korea only: Fitch Australia Pty Ltd holds an Australian financial services license (AFS license no. 337123) which authorizes it to provide credit ratings to wholesale clients only. Credit ratings information published by Fitch is not intended to be used by persons who are retail clients within the meaning of the Corporations Act 2001.

Fitch Ratings, Inc. is registered with the U.S. Securities and Exchange Commission as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (the “NRSRO”). While certain of the NRSRO's credit rating subsidiaries are listed on Item 3 of Form NRSRO and as such are authorized to issue credit ratings on behalf of the NRSRO (see <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), other credit rating subsidiaries are not listed on Form NRSRO (the “non-NRSROs”) and therefore credit ratings issued by those subsidiaries are not issued on behalf of the NRSRO. However, non-NRSRO personnel may participate in determining credit ratings issued by or on behalf of the NRSRO.

Copyright © 2022 by Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. 33 Whitehall Street, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved.

[READ LESS](#)

SOLICITATION STATUS

The ratings above were solicited and assigned or maintained at the request of the rated entity/issuer or a related third party. Any exceptions follow below.

ENDORSEMENT POLICY

Fitch's international credit ratings produced outside the EU or the UK, as the case may be, are endorsed for use by regulated entities within the EU or the UK, respectively, for regulatory purposes, pursuant to the terms of the EU CRA Regulation or the UK Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019, as the case may be.

Fitch's approach to endorsement in the EU and the UK can be found on Fitch's [Regulatory Affairs](#) page on Fitch's website. The endorsement status of international credit ratings is provided within the entity summary page for each rated entity and in the transaction detail pages for structured finance transactions on the Fitch website. These disclosures are updated on a daily basis.

