

RATING ACTION COMMENTARY

Fitch révisé la perspective de CDC Habitat à stable ; la note « AA- » est confirmée

Fri 26 May, 2023 - 13:03 ET

Fitch Ratings - Paris - 26 May 2023: Fitch Ratings a révisé la perspective de CDC Habitat de négative à stable et a confirmé ses notes de défaut émetteur (Issuer Default Ratings - IDR) à long terme en devises et en monnaie locale à 'AA-'. La liste complète des actions sur la note est ci-dessous.

La confirmation des notes et la révision de la perspective reflètent un rehaussement du profil de crédit intrinsèque (PCI) de 'bbb+' à 'a-', en raison d'une révision du facteur de notation « capacité à maintenir les recettes » à « fort » en ligne avec les entités comparables à l'échelle internationale. En raison de cette révision et de l'abaissement récent de la note de la France à AA-/Stable, le PCI se trouve actuellement à trois crans de la note de l'Etat. Cela conduit à un alignement des notes de CDC Habitat sur celles de la France, selon notre méthodologie de notation des entités liées à un gouvernement (Government Related Entities - GRE).

PRINCIPAUX FACTEURS DE NOTATION

Statut, mode de propriété et contrôle : très fort

CDC Habitat est détenue et contrôlée par l'Etat à travers la Caisse des dépôts et consignations (CDC ; AA-/Stable, 99,99%), un établissement public spécial de l'Etat français. Le reste est détenu par ICADE. Fitch considère que l'actionnariat et la proximité de CDC Habitat avec l'Etat impliqueraient un transfert des passifs à l'Etat ou à une agence publique de l'Etat en cas de dissolution.

A fin 2022, plus de 82% de la dette à long terme de CDC Habitat contient une clause d'actionnariat 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 fait un reporting détaillé auprès de la CDC qui se décline de manière trimestrielle pour les informations relatives à la dette et la liquidité. Les décisions d'investissement de CDC Habitat supérieures à 100 millions d'euros l'accord préalable du comité d'engagement de la CDC.

Historique et perspectives de soutien : très fort

CDC habitat a reçu un soutien régulier de l'Etat via la CDC, qui a renoncé au versement de dividendes sur la période 2014-2020 et en 2022 et qui a souscrit des augmentations de capital pour CDC Habitat (notamment 1,37 milliard d'euros entre 2020 et 2022). Afin de soutenir la participation de CDC Habitat au plan de soutien du secteur du logement annoncé en mai 2023, la CDC a validé en 2023 une augmentation de capital de 650 millions d'euros, qui sera libérée entre 2023 et 2026.

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 (le logement abordable) avec des répercussions politiques et économiques importantes. En raison de son implication dans le plan de relance du logement intermédiaire, CDC Habitat est l'un des investisseurs les plus actifs du pays, notamment dans des zones à forte demande comme la région Ile-de-France (AA-/Stable).

CDC Habitat s'est engagé à construire 202 000 unités entre 2023 et 2032 (au niveau du groupe). En mai 2023, CDC Habitat a annoncé sa participation au plan de soutien au secteur du logement, avec le soutien de la CDC, qui prévoit une construction de 12 000 logements intermédiaires et 5 000 logements sociaux, pour un investissement total de plus de 3 milliards d'euros.

Conséquences financières d'un défaut : fort

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

Profil de crédit intrinsèque

Le PCI de CDC Habitat a été rehaussé de 'bbb+' à 'a-', ce qui reflète une réévaluation de « moyen » à « fort » de la capacité à maintenir les recettes, une évaluation inchangée à « fort » des risques liés à l'exploitation et un ratio de dette nette sur EBTIDA inférieur à 11x entre 2025 et 2027 dans notre scénario de notation (2022 : 5,6x).

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

Après une analyse des entités comparables au Royaume-Uni et en Allemagne, nous attribuons un poids plus élevé aux caractéristiques liées à la demande évaluées à « fort » par rapport à l'importance attribuée à la flexibilité tarifaire évaluée à « moyen », ce qui explique notre évaluation de la capacité à maintenir les recettes à « fort ». Tirée par l'augmentation des prix de l'immobilier dans les zones urbaines et une pénurie de logements abordables, la demande de logements à loyer régulé est élevée et constitue une caractéristique clé du modèle économique de CDC Habitat. CDC Habitat bénéficie de recettes stables et prévisibles, qui ne sont pas susceptibles de baisser en cas de ralentissement économique.

CDC Habitat ne dispose 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. La capacité limitée de CDC Habitat d'ajuster les loyers est, néanmoins, mitigée par un bon contrôle des dépenses d'exploitation par le passé.

Auparavant, nous avons différencié CDC Habitat des autres bailleurs sociaux français car CDC Habitat ne perçoit pas directement les aides au logement, et que ses recettes sont plus dépendantes de la vente de logements. Ces caractéristiques de CDC Habitat sont toutefois similaires à des entités européennes comparables.

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 2022, les dépenses

d'exploitation comprenaient les frais de personnel (22% des dépenses d'exploitation), les services extérieurs (34%), les impôts et les taxes payés (18%) et les frais de maintenance (17%). CDC Habitat est protégée d'une hausse sensible des coûts d'énergie, ceux-ci étant refacturés aux locataires, et de matériaux de construction, en raison de ses nombreux contrats à prix fixe (vente en l'état futur d'achèvement, VEFA) avec les promoteurs.

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. CDC Habitat dispose également d'un programme d'investissement important, qui peut être revu à la baisse si nécessaire.

Profil financier – facteur évalué à « fort »

L'évaluation du profil financier a été rehaussée de « moyen » à « fort » en raison d'une réévaluation de « moyen » à « fort » de la capacité à maintenir les recettes. Les facteurs de notation relatifs à capacité à maintenir les recettes et aux risques liés à l'exploitation étant désormais tous les deux évalués à « fort », le levier financier de l'entité peut être compris entre 8x et 12x pour que son profil financier puisse être évalué à « fort ».

Dans notre scénario de notation, le ratio de levier financier de CDC Habitat est inférieur à 11x entre 2025 et 2027. L'EBITDA était élevé en 2022 (829 millions d'euros) car il comprenait des plus-values exceptionnelles de la vente par CDC Habitat de 85% des actions de la SCI Lamartine (BBB+/Stable) en mars 2022. Cela a également conduit à une stabilisation de la dette nette ajustée autour de 4,7 milliards d'euros en 2022.

L'EBITDA (y.c. les plus-values sur les produits de cessions) atteint 600 millions d'euros en 2027 dans notre scénario de notation, contre une moyenne de 400 millions entre 2018 et 2021. La marge d'EBITDA est supérieure à 60% en 2027, 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 1,2 milliard d'euros par an en moyenne sur la période 2023-2027. La participation de CDC Habitat au plan de soutien au secteur du logement annoncé en mai 2023 devrait conduire à environ 1,5 milliard d'euros d'investissement supplémentaire sur cette période. En conséquence, la dette nette ajustée s'élève à 6,8 milliards d'euros en 2027 dans notre scénario de notation, contre 4,7 milliards d'euros en 2022.

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 'a-', associé au score de 40 points, conduit à un alignement des notes de CDC Habitat sur celles de l'État français (contre une notation à un cran en dessous de l'Etat avant).

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 de notation (2023-2027) comprennent :

- une hausse nette de parc de logement de 19% ;
- une croissance annuelle moyenne proforma des recettes d'exploitation de 5,6%, assise sur des recettes d'exploitation 2022 proforma, qui incluent des plus-values normalisées et neutralisent les plus-values exceptionnelles liées à la SCI Lamartine ;
- une croissance annuelle moyenne des dépenses d'exploitation de 2,1% ;
- un solde d'investissements proche de -685 millions d'euros par an en moyenne ;
- un coût apparent de la dette de 2,2% en moyenne.

PROFIL DE L'EMETTEUR

CDC Habitat est l'un des plus grands bailleurs de logements intermédiaires et sociaux français, gérant un portefeuille de plus de 545 000 logements à fin 2022.

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 190 000 logements (dont ADOMA), soit 35% du parc total de logements du groupe.

FACTEURS DE SENSIBILITÉ DES NOTES

Facteurs pouvant conduire, individuellement ou collectivement, à une action négative ou un abaissement des notes :

Une évaluation plus basse de certains facteurs de soutien, se traduisant par un score de soutien égal ou inférieur à 25 points, entraînerait un abaissement des notes de CDC Habitat. Un abaissement des notes de CDC Habitat pourrait aussi résulter d'un ratio de levier durablement supérieur à 12x dans notre scénario de notation.

Facteurs pouvant conduire, individuellement ou collectivement, à une action positive ou un rehaussement des notes :

Un rehaussement de la note de l'Etat, associé à un rehaussement du PCI de CDC Habitat ou 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 à celles de la France (AA-/Stable).

PROFIL DE LIQUIDITÉ ET STRUCTURE DE LA DETTE

La structure de la dette de CDC Habitat est solide. A fin 2022, environ 95% de la dette était à taux fixe (après couverture), le reste étant sur des taux variables, majoritairement le Livret A. La maturité moyenne était de 10 ans et le profil

d'amortissement de la dette était relativement lisse avec des pics de remboursement de plus de 400 millions d'euros en 2026 et en 2032.

À fin 2022, la trésorerie non-restreinte du pôle consolidé s'élevait à près de 1,8 milliard d'euros. CDC Habitat dispose également d'un programme de NeuCP de 1,5 milliard d'euros sécurisé par 476 millions d'euros de lignes de trésorerie non tirées à fin 2022, ainsi que par des liquidités abondantes de CDC Habitat.

RATING ACTIONS

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

Associate Director

premier analyste

+33 1 44 29 92 74

ekaterina.kozlova@fitchratings.com

Fitch Ratings Ireland Ltd

28 avenue Victor Hugo Paris 75116

Louis Thivent

Analyst

deuxième analyste

+33 1 44 29 91 33

louis.thivent@fitchratings.com

Dorota Dziedzic

Senior Director

président du comité de notation

+48 22 103 3017

dorota.dziedzic@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 \(pub. 27 Apr 2023\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

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.

dv01, a Fitch Solutions company, and an affiliate of Fitch Ratings, may from time to time serve as loan data agent on certain structured finance transactions rated by Fitch Ratings.

Copyright © 2023 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.

