

# Fitch relève la note de RLF à 'AA-', la perspective est négative

14 SEP 2022 2:31 PM

Fitch Ratings - Paris - [publication date will be automatically inserted]

Fitch Ratings a relevé les notes de défaut émetteur (Issuer Default Ratings – IDR) à long terme en devises et en monnaie locale de 'A+' à 'AA-' attribuées à Résidences le Logement des Fonctionnaires (RLF). La perspective est négative.

Cette action suit la révision du profil de crédit intrinsèque (PCI) de 'a' à 'a+', qui reflète un ratio de levier financier « dette nette ajustée/EBITDA » inférieur à 10x dans le scénario de notation de Fitch (2021 : 8,3x). De plus, ce ratio est partiellement compensé par le risque de refinancement très limité et la disponibilité de financements de la part de la Caisse des dépôts et consignations (CDC ; AA/Négative). La perspective de RLF négative reflète celle de l'Etat français (AA/Négative), car en cas de dégradation de la note souveraine, la note de RLF serait également dégradée, son IDR étant plafonné à un cran en moins de l'IDR de la France, selon la méthodologie de notation des entités liées à un gouvernement.

La note finale de RLF bénéficie d'un rehaussement d'un cran, selon notre Méthodologie de notation des entités liées à un gouvernement, afin de refléter le soutien apporté par le cadre réglementaire au secteur du logement social en France.

## PRINCIPAUX FACTEURS DE NOTATION

Statut, mode de propriété et contrôle – facteur évalué à « fort »

Cela reflète le cadre réglementaire strict auquel sont sujets tous les organismes de logement social (OLS) avec notamment l'ANCOLS (agence de l'Etat en charge de contrôler leurs opérations), la CDC (de loin le principal prêteur du secteur), les fédérations professionnelles et la Cour des comptes. En cas de dissolution de l'OLS, Fitch estime que l'Etat, via ses agences, est fortement susceptible d'intervenir dans l'allocation des actifs et passifs.

Historique et perspectives de soutien – facteur évalué à « fort »

Cela intègre le soutien continu de la CDC via des prêts subventionnés garantis par les collectivités. Ce mécanisme de financement permet aux OLS d'obtenir des financements spécifiques à leurs besoins (maturités longues, taux bas). RLF est en outre éligible aux financements d'urgence de la CGLLS en cas de besoin.

Conséquences socio-politiques d'un défaut – facteur évalué à « modéré »

Le logement social est un secteur social et politique important en France. Il compte environ 4,5 millions de logements et loge 10 millions de personnes. Un Français sur deux vit ou a vécu dans un logement social. RLF est un bailleur social de taille intermédiaire avec 10 600 logements, pour la plupart située en région Ile-de-

France (AA/Négative), et qui a un rôle particulier pour l'Etat, puisqu'il héberge les employés du Ministère des Finances, et d'autres organismes publics.

Néanmoins, Fitch considère que les conséquences socio-politiques d'un défaut de la part de RLF sur ses obligations financières seraient modérées, dans la mesure où ses activités quotidiennes ne dépendent pas de financements externes et qu'il existe d'autres bailleurs sociaux d'une taille similaire sur les territoires de compétence de RLF.

Conséquences financières d'un défaut – facteur évalué à « faible »

Fitch considère qu'un défaut de RLF n'aurait qu'un impact minimal sur les coûts de financement de l'Etat et du secteur dans son ensemble compte tenu de leur accès privilégié aux financements de la CDC.

Un profil de crédit intrinsèque

Fitch évalue le PCI de RLF à 'a+', ce qui reflète une évaluation à « fort » de sa capacité à maintenir ses recettes et de ses risques opérationnels, ainsi qu'un ratio de levier financier qui se devrait se maintenir entre 8x et 10x dans notre scénario de notation.

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

La volatilité de la demande sur le territoire où RLF est présent est faible. En effet, celle-ci est particulièrement forte dans la zone couverte par RLF. Les logements gérés par RLF sont principalement situés dans la région Ile-de-France, où la demande est l'une des plus fortes de France, et où la pression démographique est soutenue et les prix de l'immobilier élevés.

RLF bénéficie de flux de trésorerie stables et prévisibles générés par son patrimoine social, en partie sécurisés par des fonds publics à travers les aides pour le logement (APL), directement versées par l'Etat aux bailleurs sociaux.

Le gouvernement détermine les plafonds des loyers sociaux ainsi que les modalités de hausse, réduisant sensiblement la flexibilité des bailleurs sociaux. Néanmoins, la hausse des loyers suit normalement le rythme de l'inflation, afin d'absorber la hausse des coûts (indexé normalement sur l'inflation de l'année antérieure). Selon Fitch, l'inflation élevée en 2022 ne devrait pas entraîner une hausse importante des loyers impayés, les APL pour 2022 et 2023 ayant augmenté en parallèle avec les loyers (3,5%), laissant le reste à charge pour les locataires stable.

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

Fitch estime que les postes de coût de RLF sont bien identifiés et peu volatils. Les principaux postes de dépenses sont les dépenses de personnel (21% des dépenses d'exploitation en 2021), de maintenance (14%) et la taxe foncière (13%). A fin 2021, aucun des logements gérés par RLF n'affichait une classe de performance énergétique inférieure à E, seuil au-delà duquel les logements ne pourront pas être vendus ou loués à partir de 2028. Fitch considère alors la pression réglementaire sur les dépenses d'amélioration énergétiques de RLF faible.

Fitch estime également que RLF dispose d'une certaine flexibilité pour réduire ses dépenses d'investissement (872 nouveaux logements entre 2022 et 2026 dans notre scénario de notation, majoritairement compensés par des ventes de logements) et de maintenance si nécessaire. Cette flexibilité provient de son positionnement de niche pour des employés du secteur public, et de son efficacité énergétique relativement élevée du parc de logements (16% des logements sont classés E, RLF ne possédant pas de logements F ou G).

RLF bénéficie de ressources suffisantes en termes de personnel et autres services, avec une volatilité limitée. Compte tenu du plan de développement modéré de RLF, la disponibilité et le coût du foncier pour construire de nouveaux logements ne constituent pas une contrainte.

En 2022, le niveau d'inflation élevé a un impact direct sur les coûts de maintenance, les coûts de prestations externes et les dépenses d'investissement, et indirect, sur les coûts de personnel, pris en compte dans notre scénario de notation.

Profil financier – facteur évalué à « fort »

Dans notre scénario de notation, le ratio de levier financier est inférieur à 10x à moyen terme (2026rc : 9,2x), contre 8,3x à fin 2021 et l'EBITDA est proche de 25 millions d'euros en 2026, contre 22 millions d'euros en 2021. Néanmoins, la marge d'EBITDA devrait rester stable, entre 31% et 34% entre 2022 et 2026 (2021 : 34%), l'augmentation des loyers devant permettre de compenser la hausse des frais de maintenance et des frais de personnel. L'évolution de l'EBITDA dépendra en grande partie de la hausse des loyers autorisée par l'État (au-delà des 3,5% pour 2024) dans le contexte actuel d'inflation élevée.

Dans notre scénario de notation, la dette nette ajustée est proche de 228 millions d'euros d'ici 2026, contre 185 millions d'euros en 2021, compte tenu de la construction de nouveaux logements (872 sur cinq ans, bien qu'une partie devrait être compensée par la vente de logements). Dans notre scénario de notation, les dépenses d'investissement nettes s'élevaient à 28 millions d'euros en moyenne par an entre 2022 et 2026 (contre 20 millions d'euros entre 2017 et 2021).

Comme les autres bailleurs sociaux, RLF a accès à des financements long terme et peu onéreux de la part de la CDC, ce qui lui permet d'afficher un ratio de couverture des intérêts (EBITDA / charges financières) solide de 5,5x en 2021, et qui devrait être supérieur à 4x dans les prochaines années.

## **RÉSUMÉ DE LA NOTATION**

La combinaison d'un PCI de 'a+', deux crans en-dessous de l'Etat, et d'un score de 15 points conduit à l'application d'une approche ascendante avec un rehaussement d'un cran et aboutit à une note long terme de 'AA-'.

La perspective négative reflète celle de l'Etat car un abaissement de la note souveraine conduirait également à un abaissement de la note de RLF, celle-ci étant plafonnée un cran en-dessous de la note de la France.

## **HYPOTHÈSES-CLÉS**

Le scénario de notation de Fitch pour la période 2022-2026 repose sur les hypothèses suivantes :

- Une hausse de 5,8% de son patrimoine de logement ;
- Une hausse annuelle de 2,6% des recettes de gestion en moyenne ;
- Une hausse annuelle de 2,8% des dépenses de gestion en moyenne ;
- Des dépenses d'investissement nettes de 28 millions d'euros par an ;
- Un cout moyen de la dette de 2,3%

Nos scénarios intègrent une inflation élevée pour 2022 (4,2% pour le scénario central et 5,5% pour le scénario de notation). Les principales hypothèses de stress dans notre scénario de notation sont liées à l'inflation et au nombre de nouveaux logements livrés dans les années à venir (15% de moins que dans notre scénario central). La hausse maximale des loyers autorisée par l'État et le taux du livret A, qui dépendent tous deux du taux d'inflation, varient également entre nos deux scénarios.

## **FACTEURS DE SENSIBILITÉ DES NOTES**

Facteurs susceptibles de déclencher une action de notation négative :

Un abaissement de la note souveraine conduirait également à un abaissement de la note de RLF, cette dernière étant plafonnée à un cran dessous de l'IDR de l'Etat.

La note finale pourrait être revue à la baisse si le ratio de dette-nette-sur-EBITDA de RLF restait durablement supérieur à 10x dans le scénario de notation de Fitch.

Facteurs susceptibles de déclencher une action de notation positive :

La perspective pourrait être revue à « stable » si la perspective souveraine était également révisée à « stable ».

## **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**

Sauf mention contraire dans cette section, 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.

Plus d'informations sur les scores ESG sont disponibles au lien suivant : <https://www.fitchratings.com/site/esg>

## **NOTATION PUBLIQUE LIÉE À UNE AUTRE NOTE**

La note de RLF est liée à celle de l'Etat (AA/Négative)

## **PROFIL DE CRÉDIT**

RLF est une Entreprise Sociale de l'Habitat (ESH) gérant 10 600 logements sociaux à fin 2021, essentiellement en région Ile-de-France (AA/Négative), mais également en région Nouvelle-Aquitaine (AA/Négative). En décembre 2020, RLF a créé iRLF, une filiale 100% détenue par RLF, dédiée au logement intermédiaire, en lui transférant 1 179 logements, avec un impact positif sur le profil financier de RLF. En 2021, il a créé la société anonyme de coordination (SAC) DomusNostra, avec un autre fournisseur de logements sociaux TMH (Polylogis) présent en Seine-et-Marne et en Occitanie. Selon Fitch, cette action n'a pas d'impact sur le profil financier de RLF.

## **PROFIL DE LIQUIDITÉ ET STRUCTURE DE LA DETTE**

Fitch considère la dette de RLF comme peu risquée. A fin 2021, 46% de sa dette était due à la CDC et 41% bénéficiait d'une garantie à première demande de collectivités territoriales et, dans une moindre mesure, de la CGLLS. La part de la dette court terme est modérée, représentant moins de 1% de la dette totale à fin 2021. 46% de la dette long-terme est indexée sur le Livret A, 47% est à taux fixe, le solde étant essentiellement indexé à l'Euribor.

Fitch considère que le profil de liquidité de RLF est sain, en raison de ses flux de trésorerie stables et prévisibles. Il ne dispose d'aucune ligne de trésorerie à court-terme.

## RATING ACTIONS

ENTITY	RATING			PRIOR
Residences le Logement des Fonctionnaires	LT IDR	AA- 	Upgrade	A+ 
	ST IDR	F1+	Affirmed	F1+

### [View Additional Rating Details](#)

#### FITCH RATINGS ANALYSTS

##### Andreane Soucaze

Analyst

premier analyste

+33 1 44 29 91 78

andreane.soucaze@fitchratings.com

Fitch Ratings Ireland Ltd

28 avenue Victor Hugo

Paris 75116

##### Pierre Charpentier

Director

deuxième analyste

+33 1 44 29 91 45

pierre.charpentier@fitchratings.com

##### Maurycy Michalski

Director

président du comité de notation

+48 22 103 3027

maurycy.michalski@fitchratings.com

#### Media relations

Athos Larkou

London

+44 20 3530 1549

athos.larkou@thefitchgroup.com

Additional information is available on [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

#### Applicable Criteria

Government-Related Entities Rating Criteria (pub.30-Sep-2020)

Public Sector, Revenue-Supported Entities Rating Criteria (pub.01-Sep-2021)(includes rating assumption sensitivity)

#### DISCLAIMER & DISCLOSURES

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> (<https://www.fitchratings.com/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS>). In addition, the following <https://www.fitchratings.com/rating-definitions-document> (<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> (<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> (<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.

## **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 (<https://www.fitchratings.com/regulatory>) 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.