

Communiqué de presse

S&P attribue la note « AA- » au Groupe Maisons & Cités. La perspective est négative.

PARIS, le 7 juin 2013. Standard & Poor's attribue la note de référence à long terme 'AA-' au Groupe Maisons & Cités. La perspective est négative.

La note du Groupe Maisons & Cités (M&C) reflète sa qualité de crédit intrinsèque, que nous estimons à un niveau de « a ». Elle intègre également notre appréciation d'une probabilité « très forte » que la Région Nord-Pas de Calais (AA-/Négative/A-1+) apporte à M&C un soutien financier extraordinaire, prompt et suffisant, en cas de difficultés financières.

Dans le cadre de notre approche méthodologique relative à la notation des entités dépendantes d'une collectivité publique, nous considérons que M&C remplit un rôle « très important » pour la Région Nord-Pas de Calais, du fait notamment de son importance économique, sociale et politique et de sa mission principale de bailleur social. Nous estimons par ailleurs que la force et la permanence des liens unissant M&C et la Région sont « très fortes », selon notre cadre méthodologique, au regard de sa détention de la holding de tête du groupe (EPINORPA, établissement public rattaché par la Loi à la Région), de son suivi et des contrôles étroits qu'elle opère sur le groupe, de son implication dans la détermination de la stratégie du groupe et d'un historique de soutien au groupe.

Ancrée dans l'ancien bassin minier au sud de la Région Nord-Pas de Calais, M&C est l'un des principaux bailleurs sociaux de la Région et en France, avec un patrimoine de plus de 61 000 logements composé très largement (plus de 99%) de logements individuels. Son activité principale consiste en la location de logements, qui constitue l'essentiel de son chiffre d'affaires, qui comprend, au regard de l'activité historique du groupe, la fourniture de logements aux anciens mineurs et à leurs ayants-droits, dont les loyers sont intégralement pris en charge par un établissement public national, l'agence nationale pour la garantie des droits des mineurs (ANGDM).

La qualité de crédit intrinsèque de M&C tient compte d'un profil opérationnel que nous jugeons « fort », reflétant notre appréciation d'un risque sectoriel faible, d'une demande locative sociale soutenue sur le territoire d'intervention du groupe, et d'une performance opérationnelle solide. Nous relevons toutefois que le plan d'investissement du groupe restera significatif à moyen terme (au titre de rénovations et de constructions) et que le groupe a peu de flexibilité pour accroître ses loyers, qui sont revus chaque année sur la base d'indices nationaux.

Le patrimoine du groupe est ancien, avec un âge moyen des logements estimé à environ 80 ans. Nous relevons toutefois qu'il a en grande partie bénéficié d'opérations de rénovation ces dernières années, afin de respecter des contraintes réglementaires et la nécessité d'améliorer la qualité du parc, notamment en termes d'isolation thermique et de chauffage. Le groupe estime l'âge moyen de son parc, après rénovation, à 49 ans. Si le groupe entend poursuivre son effort d'investissement sur la période 2013-2015, nous considérons cependant qu'il dispose d'une importante flexibilité en la matière, puisque l'essentiel des investissements consiste en des rénovations et des constructions nouvelles, qui peuvent aisément être décalées dans le temps. Nous estimons que l'importance du patrimoine du groupe, essentiellement composé de logements individuels, offre également une forte capacité de lissage des travaux d'entretien et de rénovation, ce qui constitue un élément favorable dans notre estimation de la performance opérationnelle du groupe. Par ailleurs, nous considérons que le taux de vacance, que nous jugeons faible à 4,7% fin 2012 (tenant pour l'essentiel à la vacance technique - intégrant la vacance liée aux démolitions et aux ventes - et, marginalement, à la vacance commerciale), et l'importance des listes d'attente pour l'obtention d'un logement, témoignent de l'attractivité du parc de M&C.

Nous considérons que la stratégie et la gestion du groupe sont adéquates, assises sur un plan stratégique pluriannuel articulant des éléments opérationnels et financiers qui est régulièrement mis à jour. Nous considérons que ce plan stratégique est prudent et réaliste, en cohérence avec les

caractéristiques de la demande locative sociale locale et avec les capacités du groupe. Nous estimons que les résultats financiers récents ont été très proches des anticipations budgétaires et du plan stratégique. Selon nous, la direction du groupe a démontré ces dernières années sa capacité à répondre à la demande locative sociale en adaptant son parc. Le groupe n'est que très marginalement exposé aux activités d'aménagement/promotion et de transactions immobilières, et nous relevons que la direction du groupe ne souhaite pas accroître son exposition aux activités ne relevant pas de l'activité de bailleur social.

Nous estimons que le profil financier du groupe est solide, grâce à une bonne performance financière, une dette modérée et une gestion et une gouvernance financières prudentes. M&C a enregistré une marge opérationnelle (rapportant l'excédent brut d'exploitation (EBE) aux produits de fonctionnement) élevée à 47% en 2012, et 45,5% en moyenne entre 2010 et 2012. En retranchant de l'EBE les dépenses de gros entretien, l'EBE ajusté reste élevé à 36% en 2012. Dans notre scénario central, nous estimons que les produits de fonctionnement du groupe vont croître à hauteur de 4% par an entre 2013 et 2015, et nous estimons que la marge opérationnelle ajustée devrait dépasser 41,5% à partir de 2014. Ceci tient à notre anticipation d'une croissance moyenne des loyers de 2,7% par an (intégrant l'inflation, l'élévation des loyers de logements rénovés et les loyers des nouveaux logements) et, dans une moindre mesure, certaines recettes tenant à l'activité d'accession sociale. Nous anticipons le maintien par le groupe d'un fort contrôle de ses dépenses de gestion, dont les charges de personnel et les achats. Nous estimons qu'à l'image de l'ensemble des opérateurs de logement social en France, le groupe n'a qu'une faible flexibilité pour accroître les loyers, dont l'indexation est décidée chaque année sur la base d'indices nationaux.

Nous estimons que la dette du groupe est modérée, représentant 8,6 années d'EBE ajusté fin 2012, avec une couverture satisfaisante du service de la dette, l'EBE ajusté couvrant 1,1 fois le service de la dette en 2012. Nous estimons dès lors que M&C a une forte capacité à servir sa dette, au regard également de sa capacité éprouvée à rembourser sa dette qui est pour l'essentiel amortissable, à l'exception d'un emprunt obligataire in fine s'amortissant, pour 120 millions d'euros en juin 2013 (remboursement anticipé) et, pour le solde (338 millions d'euros), en juin 2014. Nous ajustons dans nos calculs la dette du montant du fonds de réserve mis en place par le groupe pour le remboursement de l'échéance obligataire de juin 2014. En excluant ce fonds de réserve, la « dette brute » du groupe représentait 11,7 fois l'EBE ajusté en 2012. Nous anticipons une faible croissance de la dette à moyen terme, au titre du financement des investissements de rénovation et de construction, et une stabilité des ratios de couverture du service de la dette. Ainsi, dans notre scénario central, la dette représenterait 9,3 fois l'EBE ajusté en moyenne entre 2013 et 2015 (10,7 fois pour la « dette brute »). La couverture par l'EBE ajusté du service de la dette resterait stable, à environ 1,1 fois en 2015.

Reflétant ses origines d'opérateur logeant historiquement les mineurs du bassin minier du Nord-Pas de Calais, la principale entité opérationnelle du groupe, la SOGINORPA, n'est pas, légalement, à ce jour un « organisme de logement social ». Toutefois, la nature de son parc (en partie conventionné), son activité, le profil socio-économique de ses locataires, le niveau de ses loyers et les contrôles réalisés sur son activité reflètent selon nous le caractère social de son activité, tout comme son financement provenant en grande partie de la sphère publique, à travers les loyers acquittés par l'ANGDM et par les Caisses d'allocations familiales (CAF) au travers des aides au logement (APL, ALS) dont bénéficie une grande partie des locataires de la SOGINORPA.

Par ailleurs, la SOGINORPA devrait changer de statut légal en janvier 2014 en devenant une entreprise sociale de l'habitat (ESH), entrant ainsi dans le régime commun des organismes de logement social. Ceci lui permettrait, notamment, d'être exempté de l'impôt sur les sociétés et d'accéder à des prêts de la CDC à des taux avantageux. Ce nouveau statut entrainerait également une dilution de l'EPINORPA dans le capital de la SOGINORPA, probablement à 95% (contre 100% actuellement) et dans les droits de votes, probablement à 66,7% (contre 100% actuellement). Toutefois, nous estimons, au regard des règles de gouvernance régissant les ESH, que cette dilution ne se traduirait pas par une réduction du contrôle opéré par l'EPINORPA sur sa filiale. Par ailleurs, cette réforme n'aurait aucun effet sur le statut de l'EPINORPA, qui continuera d'être rattaché à la Région Nord-Pas de Calais. Ainsi, nous estimons à ce stade que la probable transformation statutaire de la SOGINORPA ne modifiera pas notre appréciation de la probabilité « très forte » de soutien financier extraordinaire de la Région à M&C, en cas de besoin.

Liquidité

Nous estimons que la position de trésorerie de M&C est adéquate, les ressources de trésorerie couvrant 1,05 fois les besoins de trésorerie estimés pour 2013.

Nous anticipons le maintien d'une position de trésorerie « adéquate » au-delà de 2013, avec un taux de couverture d'environ 1,1 fois en 2014-2015 dans notre scénario central, grâce notamment à de nouveaux emprunts et au renforcement de la capacité d'autofinancement. Notre scénario central tient compte du maintien des facilités de trésorerie de court terme (actuellement, 82 millions d'euros au niveau du groupe) et d'un financement des constructions nouvelles essentiellement par recours à de nouveaux emprunts. Si le groupe ne parvenait pas à sécuriser ces nouveaux emprunts, nous estimons qu'il réduirait à due proportion ses investissements.

Nous considérons que le groupe dispose d'un accès satisfaisant à la liquidité externe et qu'il a su sécuriser ses financements long et court termes, l'essentiel de ses facilités de trésorerie ayant été renouvelées ces dernières années.

Perspective : Négative

La perspective négative de M&C reflète celle de la Région Nord-Pas de Calais. La perspective « négative » de la Région indique la probabilité d'une chance sur trois d'abaissement de la note de la Région, reflétant le risque d'une détérioration de l'autofinancement des investissements plus importante que dans notre scénario central, conduisant le taux d'endettement consolidé à croître très fortement d'ici 2015, en l'absence de cadrage pluriannuel sur le niveau d'investissement et d'endettement.

Toute indication d'une réduction potentielle du soutien extraordinaire de la Région au groupe, tenant à notre appréciation d'une réduction du rôle du groupe pour la Région ou de la permanence et de la force des liens avec la Région, pourrait conduire à un abaissement de la note de M&C.

Dans notre scénario pessimiste, une détérioration du profil financier du groupe, se traduisant par une dégradation de sa position de trésorerie, placerait la qualité de crédit intrinsèque du groupe sous tension, ce qui pourrait conduire à un abaissement de la note de M&C. Ce scénario n'est toutefois pas privilégié à ce stade.

Nous n'envisageons pas à ce stade de scénario réaliste conduisant à une augmentation de la note du groupe sur la base de l'amélioration de sa qualité de crédit intrinsèque.

Contact presse

Armelle Sens, Paris + 33 (0)1 44 20 67 40
armelle.sens@standardandpoors.com

Contacts analytiques

Christophe Doré, Paris
Bertrand de Dianous, Paris