STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES
McGRAW HILL FINANCIAL

Maisons & Cités SOGINORPA (M&C SOGINORPA) - Rapport d'analyse

Analyste principal:
Christophe Dore, Paris (33) 1-4420-6665; christophe.dore@standardandpoors.com

Analyste secondaire:
Jean-Baptiste Legrand, Paris (33) 1-4420-6764; jb.legrand@standardandpoors.com

Sommaire

Notation de Maisons & Cités SOGINORPA

Synthèse

Perspective : Stable

Approche analytique

Structure du groupe

Un caractère toujours « essentiel » (« core ») de M&C SOGINORPA pour le groupe Maisons & Cités

Analyse de la qualité de credit du groupe Maisons & Cités

Un profil financier « très fort »

Performance financière: vers un maintien d'une marge opérationnelle élevée et un renforcement de l'autofinancement suite à l'exemption d'impôt sur les sociétés de M&C SOGINORPA à partir de 2014

Un profil opérationnel « fort »

Une « très forte » probabilité de soutien extraordinaire de la Région Nord-Pas de Calais en cas de besoin

Sommaire (suite)

M&C SOGINORPA - Synthèse de la notation

Groupe Maisons & Cités - Statistiques financières

Maisons & Cités SOGINORPA (M&C SOGINORPA) - Rapport d'analyse

Ce rapport d'analyse fait suite au communiqué de presse intitulé « French Social Housing Operator M&C SOGINORPA 'A+' Rating Affirmed; Outlook Remains Stable » que nous avons publié le 22 octobre 2015. Pour fournir l'information la plus actuelle, nous pouvons nous référer à des données plus récentes que celles citées dans la publication précédente. Ces différences n'ont cependant pas été considérées comme suffisamment significatives pour impliquer un changement dans la notation ou dans nos principales conclusions.

Notation de Maisons & Cités SOGINORPA

Note à long terme – Perspective – Note à court terme

A+/Stable/--

Contacts analytiques

Christophe Doré

Jean-Baptiste Legrand

Historique des changements de note

A+/Stable/-- 12 décembre 2013

Historique des défauts

Pas de défaut

Méthodologies et rapports associés

- Principles Of Credit Ratings, Feb. 16, 2011
- Group Rating Methodology, Nov. 19, 2013
- Public And Nonprofit Social Housing Providers: Methodology And Assumptions, Dec. 17, 2014
- Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions, March 25, 2015
- French Region Of Nord Pas De Calais 'A+/A-1' Ratings Affirmed; Outlook Remains Stable, June 19, 2015

Synthèse

La note de Maisons & Cités SOGINORPA (M&C SOGINORPA) continue de refléter notre appréciation de son caractère « essentiel » (« core ») pour le groupe Maisons & Cités (M&C). Ainsi, nous alignons la note de M&C SOGINORPA sur notre estimation de la qualité de crédit du groupe Maisons & Cités, que nous estimons à « a+ ».

Notre estimation du caractère « essentiel » de M&C SOGINORPA pour le groupe Maisons & Cités reflète son statut de principale entité opérationnelle au sein du groupe, dont elle représente la quasi-totalité des revenus. Nous estimons que M&C SOGINORPA est concentrée sur l'activité centrale du groupe : la gestion d'un patrimoine de plus de 61 000 logements sociaux (sur les 63 100 que compte le groupe Maisons & Cités) concentrés dans le bassin minier, en Région Nord-Pas de Calais (A+/Stable/A-1); M&C SOGINORPA est ainsi l'un des principaux bailleurs sociaux dans le

Nord-Pas de Calais et en France. Nous estimons également que M&C SOGINORPA est très fortement associée au nom, à l'activité et à la réputation du groupe Maisons & Cités.

M&C SOGINORPA est totalement intégrée au sein du groupe Maisons & Cités et sa direction opérationnelle est partagée avec EPINORPA, la holding de tête du groupe, tout comme la planification stratégique, malgré des statuts juridiques différents et des conseils d'administration distincts. Nous jugeons que les objectifs stratégiques sont totalement alignés au sein du groupe. Nous comprenons par ailleurs que le groupe ne souhaite pas réduire sa participation au capital dans M&C SOGINORPA, après une ouverture du capital de M&C SOGINORPA très limitée par cession de titres par EPINORPA (qui détient toujours plus de 99% du capital) dans le cadre de l'évolution du statut de M&C SOGINORPA, devenue une entreprise sociale de l'habitat (ESH) en janvier 2014.

Comme lors de notre dernière revue d'octobre 2014, nous utilisons notre méthodologie générale de notation (« Principles of credit ratings ») en conjonction avec nos critères de notation des groupes (« Group rating methodology ») pour déterminer la note de M&C SOGINORPA. Notre estimation de la qualité de crédit du groupe Maisons & Cités continue de s'appuyer sur notre méthodologie de notation des opérateurs de logement social et sur notre méthodologie de notation des entités liées et dépendantes d'une entité publique, afin d'intégrer la probabilité de soutien financier extraordinaire de la Région Nord-Pas de Calais. Nous avons utilisé notre méthodologie générale de notation (« Principles of credit ratings ») car nos critères de notation des groupes ne s'appliquent pas directement aux opérateurs de logement social. Toutefois, nous continuons de considérer que les liens entre le groupe Maisons & Cités et sa filiale M&C SOGINORPA sont en pratique très proches des fondamentaux décrits dans nos critères de notation des groupes, y compris en ce qui concerne notre appréciation du caractère « essentiel » de M&C SOGINORPA pour le groupe Maisons & Cités et la notation de M&C SOGINORPA sur la base de ce caractère « essentiel » pour le groupe.

Nous continuons d'estimer la qualité de crédit du groupe Maisons & Cités à « a+ ». Ceci intègre notre appréciation d'un profil financier « très fort » et d'un profil opérationnel « fort », ainsi que d'une probabilité « très forte » de soutien extraordinaire de la Région Nord-Pas de Calais au groupe Maisons & Cités.

Notre estimation de la qualité de crédit intrinsèque du groupe Maisons & Cités à « a+ » reflète notre appréciation d'un profil financier « très fort » et d'un profil opérationnel « fort ». Ainsi, notre appréciation d'une probabilité « très forte » de soutien extraordinaire de la Région Nord-Pas de Calais au groupe ne conduit à aucun réhaussement de la qualité de crédit du groupe Maisons & Cités. Notre appréciation d'une probabilité « très forte » de soutien extraordinaire de la Région au groupe en cas de besoin reflète notre estimation d'un rôle « très important » du groupe pour la Région, et d'une force et d'une permanence des liens entre la Région et le groupe « très fortes ». Dans notre scénario central, nous n'escomptons pas que la fusion de la Région Nord-Pas de Calais avec la Région Picardie se traduise par une évolution de la probabilité de soutien régional au groupe Maisons & Cités.

Le profil financier « très fort » du groupe Maisons & Cités reflète notre appréciation d'une bonne performance financière, d'une dette modérée, d'une position de trésorerie « forte », et d'une gestion et d'une gouvernance financières prudentes.

Le groupe Maisons & Cités a enregistré une marge opérationnelle élevée entre 2012 et 2014, son excédent brut d'exploitation (EBE) représentant en moyenne 48% des produits de fonctionnement. En ajustant l'EBE des dépenses de

gros entretien, l'EBE ajusté reste élevé à 40% sur la période. Nous estimons dans notre scénario central que la marge opérationnelle ajustée devrait dépasser 39% en moyenne entre 2015 et 2017, sous l'effet d'un contrôle des dépenses de gestion et d'une croissance régulière des loyers, à un rythme toutefois légèrement plus faible qu'anticipé dans notre scénario central d'octobre 2014. Nous jugeons toujours que le groupe n'a que peu de flexibilité pour accroître ses loyers, revus chaque année sur la base d'indices nationaux, comme l'ensemble des structures de logement social en France. Notre scénario central incorpore le maintien par le groupe d'un fort contrôle de ses dépenses de gestion, dont les charges de personnel et les achats, d'ici 2017. Nous anticipons également un renforcement de la capacité d'autofinancement d'ici 2017, qui a fortement cru, comme anticipé, en 2014 suite à l'exemption d'impôt sur les sociétés de M&C SOGINORPA du fait de son nouveau statut d'ESH. Nous relevons toutefois que le plan d'investissement du groupe reste significatif à moyen terme (au titre de rénovations et de constructions neuves), et qu'un autofinancement élevé est nécessaire pour limiter le recours à l'endettement. Cependant, nous continuons d'estimer que le groupe dispose d'une importante flexibilité pour différer, annuler ou réduire ses investissements, en cas de besoin.

Nous estimons que la dette du groupe reste modérée, à 9,1 années d'EBE ajusté en moyenne en 2013-2014, avec un EBE ajusté couvrant en moyenne plus de 1,07 fois le service de la dette sur la période. Dans notre scénario central, nous anticipons une croissance de la dette d'ici 2017 pour le financement des investissements de rénovation et de construction. Ainsi, la dette dépasserait 12 fois l'EBE ajusté en moyenne entre 2015 et 2017, la couverture par l'EBE ajusté couvrant légèrement plus d'une fois le montant du service de la dette sur la période. Nous estimons par ailleurs que le groupe a démontré sa capacité à rembourser ses échéances d'emprunts amortissables, sa dette étant désormais essentiellement composée d'emprunts bancaires à long terme amortissables.

Nous considérons que la position de trésorerie du groupe reste « forte ». Nous estimons que ses ressources de trésorerie (comprenant notamment la CAF, les réserves de trésorerie et les montants disponibles sur les lignes de trésorerie et découverts) permettront de couvrir, structurellement, plus de 1,25 fois ses besoins de trésorerie (remboursement du capital des emprunts et investissements), avec un niveau de couverture de 1,3 fois en 2016. Nous considérons également que le groupe dispose d'un accès « satisfaisant » à la liquidité externe, au regard d'importantes lignes de trésorerie confirmées et des récentes émissions obligataires publiques et privées.

Nous estimons que le profil opérationnel du groupe reste « fort », reflétant notre appréciation d'un faible risque sectoriel, d'une demande locative sociale soutenue sur son territoire d'intervention, d'une stratégie et d'une gestion du groupe adéquates, et d'une performance opérationnelle solide. Nous relevons cependant que les investissements du groupe resteront significatifs à moyen terme et qu'il dispose de peu de flexibilité pour accroître ses loyers.

Le patrimoine du groupe reste ancien, avec un âge moyen des logements de plus de 80 ans. Nous notons toutefois que le parc a bénéficié d'importantes opérations de rénovation ces dernières années, pour respecter des contraintes règlementaires et renforcer sa qualité, notamment en termes d'isolation thermique et de chauffage. Nous relevons que le groupe estime l'âge moyen de son parc, après prise en compte des rénovations, à 48 ans, et que le groupe souhaite poursuivre ses investissements d'ici 2017. Nous jugeons toutefois qu'il dispose, si nécessaire, d'une réelle flexibilité en la matière, puisque les investissements consistent principalement en des rénovations et des constructions nouvelles, aisément différables dans le temps. Nous estimons également que l'importance du patrimoine du groupe (plus de 63 000 logements, essentiellement individuels) offre une forte capacité de lissage des travaux d'entretien et de rénovation.

Par ailleurs, le groupe bénéficie d'une importante attractivité de son parc, reflétée par d'importantes listes d'attente pour l'obtention d'un logement. Nous relevons par ailleurs que le taux de vacance (5,6% fin 2014) tient pour l'essentiel à la vacance technique et, marginalement, à la vacance commerciale.

Nous considérons la stratégie et la gestion du groupe comme adéquates, assise sur un plan stratégique pluriannuel régulièrement actualise combinant des éléments prospectifs opérationnels et financiers. Nous jugeons ce plan prudent et réaliste, conforme aux caractéristiques de la demande locative sociale locale et aux capacités du groupe. Nous considérons que les résultats financiers ont été ces dernières années très proches des budgets et du plan stratégique. Ce dernier a été récemment actualisé pour intégrer une plus faible croissance des loyers (sous l'effet notamment d'une inflation anticipée plus faible) et une modification des investissements, avec un renforcement de l'effort de rénovation et un niveau de constructions nouvelles légèrement moins élevé que dans l'ancien plan. Ceci se traduit par des marges légèrement plus faibles et un endettement un peu plus élevé, mais sans écart très significatif par rapport au dernier plan. Nous jugeons que la direction du groupe a démontré ces dernières années une forte capacité à répondre à la demande locative sociale locale en adaptant son parc. Nous relevons enfin que la direction du groupe ne souhaite pas accroître son exposition à des activités ne relevant pas de l'activité de bailleur social.

Perspective : Stable

La perspective stable reflète notre estimation que M&C SOGINORPA conservera son caractère « essentiel » pour le groupe Maisons & Cités, et que notre estimation de la qualité de crédit du groupe Maisons & Cités restera à son niveau actuel.

Dans notre scénario pessimiste, si nous abaissions la note de la Région Nord-Pas de Calais (ou de la future Région fusionnant le Nord-Pas de Calais et la Picardie au 1er janvier 2016), nous abaisserions également la note de M&C SOGINORPA, qui ne peut être notée au-dessus de la Région conformément à notre méthodologie de notation des entités liées et dépendantes. Nous n'avons pas de scénario pessimiste réaliste selon lequel nous dégraderions M&C SOGINORPA sur la base d'un abaissement de notre estimation de la qualité de crédit du groupe Maisons & Cités, ou d'une remise en cause du caractère « essentiel » de M&C SOGINORPA pour le groupe Maisons & Cités

Dans notre scénario optimiste, un relèvement de la note à long terme de la Région Nord-Pas de Calais (ou de la future Région fusionnant le Nord-Pas de Calais et la Picardie au 1er janvier 2016) conduirait à un relèvement de la note de M&C SOGINORPA, toutes choses étant égales par ailleurs.

Les scénarios pessimiste et optimiste ne sont toutefois pas privilégiés à ce stade.

Approche analytique

Notre approche analytique n'a pas évolué depuis notre précédente revue d'octobre 2014.

Nous utilisons notre méthodologie générale de notation (« Principles of credit ratings ») en conjonction avec notre méthodologie de notation des groupes (« Group rating methodology ») pour déterminer la note de M&C SOGINORPA.

Nous avons utilisé notre méthodologie générale de notation (« Principles of credit ratings ») car notre méthodologie de notation des groupes ne s'applique pas directement aux opérateurs de logement social. Toutefois, nous considérons que les liens entre le groupe Maisons & Cités et sa filiale M&C SOGINORPA sont en pratique très proches des fondamentaux décrits dans notre méthodologie de notation des groupes, y compris en ce qui concerne notre appréciation du caractère « essentiel » (« core ») de M&C SOGINORPA pour le groupe Maisons & Cités. La confirmation de la note à M&C SOGINORPA se fonde sur ce caractère « essentiel » pour le groupe Maisons & Cités.

Par ailleurs, notre estimation de la qualité de crédit du groupe Maisons & Cités s'appuie sur notre méthodologie de notation des opérateurs de logement social et sur notre méthodologie de notation des entités liées et dépendantes d'une entité publique, afin d'intégrer la probabilité de soutien financier extraordinaire de la Région Nord-Pas de Calais (notée A+/Stable/A-1) au groupe.

Structure du groupe

La structure du groupe Maisons & Cités n'a pas évolué depuis notre revue d'octobre 2014. Le groupe reste composé :

- d'EPINORPA, structure de tête du groupe. Cet établissement public local (EPL) rattaché à la Région Nord-Pas de Calais a été créé en 2000 par la Loi SRU pour permettre la prise de contrôle des actifs de la SOGINORPA, société historiquement en charge de la fourniture de logement aux mineurs, veuves de mineurs et ayants droits de mineurs, et détenue par le groupe national public Charbonnages de France, (CdF) regroupant les houillères françaises. EPINORPA a également pour mission le logement social et la rénovation urbaine dans le Nord-Pas de Calais. EPINORPA contrôle M&C SOGINORPA depuis son acquisition en 2002 auprès de CdF, financée intégralement par emprunt. Nous relevons que le prix d'acquisition en 2002 était faible à 458 millions d'euros pour 62 000 logements (soit moins de 8 000 euros par logement). Ceci témoigne, selon nous, d'un soutien indirect de l'Etat à EPINORPA. La valeur du parc a fait l'objet fin 2012 d'une évaluation externe à 2,45 milliards d'euros (après des investissements très significatifs réalisés depuis 2002, cependant). Le changement de statut de M&C SOGINORPA en janvier 2014 (voir ci-dessous) n'a eu aucun effet sur le statut d'EPINORPA, qui continue d'être un EPL rattaché à la Région Nord-Pas de Calais.
- de M&C SOGINORPA, principale entité opérationnelle du groupe, avec plus de 61 000 logements sur les 63 100 que comptait le groupe fin 2014, et représentant l'essentiel des recettes de fonctionnement du groupe. Anciennement société par actions simplifiée unipersonnelle (SASU) contrôlée à 100% par EPINORPA, M&C SOGINORPA est devenu en janvier 2014 une entreprise sociale de l'habitat (ESH). Si ce nouveau statut a entrainé une très légère dilution d'EPINORPA dans le capital de M&C SOGINORPA (dont EPINORPA conserve plus de 99%), ceci ne s'est pas traduit par une réduction du contrôle opéré par EPINORPA sur sa filiale, au regard des règles de gouvernance régissant les ESH.
- de MCH, société coopérative d'HLM (détenue à 96% par M&C SOGINORPA) en charge de la construction de nouveaux logements sociaux, et détenant plus de 2000 logements fin 2014. Nous comprenons que cette activité pourrait en partie et progressivement être réalisée directement par M&C SOGINORPA à moyen terme.

Notre analyse s'appuie sur une consolidation des comptes d'EPINORPA, M&C SOGINORPA et MCH, puisque nous considérons que les entités du groupe (notamment M&C SOGINORPA, principale entité opérationnelle du groupe) interviendraient systématiquement en cas de besoin d'une ou plusieurs des autres entités du groupe. Nous relevons par ailleurs qu'EPINORPA a octroyé sa garantie à certains emprunts bancaires (à hauteur de 112 millions d'euros au 31 décembre 2014) souscrits par M&C SOGINORPA.

Nous ne consolidons pas dans notre analyse les autres participations détenues par les entités du groupe, qui ne sont pas significatives (par exemple, les 3% du capital de la SEM d'aménagement ADEVIA détenues par EPINORPA).

Un caractère toujours « essentiel » (« core ») de M&C SOGINORPA pour le groupe Maisons & Cités

La note de Maisons & Cités SOGINORPA (M&C SOGINORPA) continue de refléter notre appréciation de son caractère « essentiel » (« core ») pour le groupe Maisons & Cités (M&C). Ainsi, nous alignons la notation de M&C SOGINORPA sur notre estimation de la qualité de crédit du groupe M&C, que nous estimons à « a+ ».

En vertu de notre méthodologie générale de notation (« Principles of credit ratings ») et de notre méthodologie de notation des groupes (« Group rating methodology »), notre estimation du caractère « essentiel » de M&C SOGINORPA pour le groupe Maisons & Cités continue de refléter son statut de principale entité opérationnelle au sein du groupe, dont elle représente la quasi-totalité des revenus. Nous estimons que M&C SOGINORPA est concentrée sur l'activité centrale du groupe : la gestion d'un patrimoine de plus de 61 000 logements sociaux concentrés dans le bassin minier, en Région Nord-Pas de Calais; M&C SOGINORPA est ainsi l'un des principaux bailleurs sociaux régionaux et nationaux. Nous continuons également de considérer que M&C SOGINORPA est très fortement associée au nom, à l'activité et à la réputation du groupe Maisons & Cités.

Nous estimons que M&C SOGINORPA reste totalement intégrée au sein du groupe M&C et nous relevons que sa direction opérationnelle reste partagée avec EPINORPA, la holding de tête du groupe, tout comme la planification stratégique, malgré des statuts juridiques différents et des conseils d'administration distincts. Nous considérons par ailleurs que les objectifs stratégiques sont totalement alignés au sein du groupe entre les différentes structures qui le composent.

Le changement de statut légal de M&C SOGINORPA, devenue une entreprise sociale de l'habitat (ESH) en janvier 2014, n'a selon nous pas modifié son caractère « essentiel » pour le groupe. L'ouverture très limitée du capital de M&C SOGINORPA par cession de titres détenus par EPINORPA (restant actionnaire très majoritaire avec plus de 99% du capital) ne s'est pas traduite par une réduction du contrôle opéré par EPINORPA sur sa filiale, au regard des règles de gouvernance régissant les ESH.

Nous comprenons enfin que le groupe ne souhaite pas réduire sa participation au capital dans M&C SOGINORPA, et nous estimons dans notre scénario central que M&C SOGINORPA conservera son caractère « essentiel » pour le groupe.

Analyse de la qualité de credit du groupe Maisons & Cités

Nous continuons d'estimer la qualité de crédit du groupe Maisons & Cités à « a+ ». Ceci intègre notre appréciation :

- d'un profil financier « très fort »,
- d'un profil opérationnel « fort », et
- d'une probabilité « très forte » de soutien extraordinaire de la Région Nord-Pas de Calais au groupe.

La combinaison d'un profil financier « très fort » et d'un profil opérationnel « fort » conduit à notre appréciation de la qualité de crédit intrinsèque du groupe Maisons & Cités à « a+ ». Ainsi, notre appréciation d'une probabilité « très forte » de soutien extraordinaire de la Région Nord-Pas de Calais (notée A+/Stable/A-1) au groupe ne conduit à aucun réhaussement de la qualité de crédit du groupe Maisons & Cités.

Un profil financier « très fort »

Le profil financier « très fort » du groupe Maisons & Cités continue de refléter notre appréciation d'une bonne performance financière, d'une dette modérée, d'une gestion et d'une gouvernance financières prudentes et d'une position de trésorerie « forte ».

Performance financière: vers un maintien d'une marge opérationnelle élevée et un renforcement de l'autofinancement suite à l'exemption d'impôt sur les sociétés de M&C SOGINORPA à partir de 2014

Le groupe Maisons & Cités a enregistré une marge opérationnelle élevée entre 2012 et 2014, son excédent brut d'exploitation (EBE) représentant en moyenne 48% des produits de fonctionnement.

Dans le cadre de notre méthodologie de notation des organismes de logement social publics et à but non lucratif, et afin de tenir compte des différences de comptabilisation des dépenses de gros entretien, qui sont nécessaires pour maintenir l'état du parc, nous ajustons l'EBE de ces dépenses (que les opérateurs de logements sociaux décident généralement de capitaliser). Ainsi, en ajustant l'EBE des dépenses de gros entretien, l'EBE ajusté du groupe reste élevé à 40% entre 2012 et 2014, un niveau proche de notre scénario central d'octobre 2014.

Nous prévoyons le maintien d'une performance financière solide et peu volatile, au regard du poids très faible dans le chiffre d'affaires du groupe des activités hors logement social. Nous estimons dans notre scénario central que la marge opérationnelle ajustée du groupe devrait dépasser 39% en moyenne entre 2015 et 2017, sur la base d'un contrôle des dépenses de gestion et d'une croissance régulière des loyers perçus, à un rythme toutefois légèrement plus faible qu'anticipé dans notre scénario central d'octobre 2014, réflétant notamment des perspectives d'inflation plus modérée.

Nous jugeons toujours que le groupe n'a que peu de flexibilité pour accroître ses loyers, revus chaque année sur la base d'indices nationaux, comme l'ensemble des structures de logement social en France. Notre scénario central incorpore le maintien par le groupe d'un fort contrôle de ses dépenses de gestion (dont les charges de personnel et les achats) d'ici 2017, ainsi que l'arrêt des opérations d'accession.

Nous anticipons un renforcement de la capacité d'autofinancement d'ici 2017, qui a fortement cru, comme anticipé, en 2014, suite à l'exemption d'impôt sur les sociétés de M&C SOGINORPA du fait de son nouveau statut d'ESH. Nous relevons toutefois que le plan d'investissement du groupe reste significatif à moyen terme (au titre de rénovations et de constructions neuves), et qu'un niveau d'autofinancement élevé est essentiel pour limiter le recours à l'endettement. Cependant, nous continuous d'estimer que le groupe dispose d'une importante flexibilité pour différer, annuler ou réduire ses investissements, en cas de besoin.

L'endettement, modéré, devrait croître de manière limitée à moyen terme

Nous estimons que la dette du groupe reste modérée, à 9,1 années d'EBE ajusté en moyenne en 2013-2014, avec un EBE ajusté couvrant en moyenne plus de 1,07 fois le service de la dette sur la période.

Dans notre scénario central, nous anticipons une croissance de la dette d'ici 2017 pour le financement des investissements de rénovation et de construction. Ainsi, la dette dépasserait 12 fois l'EBE ajusté en moyenne entre 2015 et 2017, la couverture par l'EBE ajusté couvrant légèrement plus d'une fois le montant du service de la dette sur la période.

Nous estimons par ailleurs que le groupe a démontré sa capacité à rembourser ses échéances d'emprunts amortissables, sa dette étant désormais essentiellement composée d'emprunts bancaires à long terme amortissables.

Nous estimons également que le risque de refinancement est limité au cours des prochaines années, compte tenu des échéances longues et du profil très majoritairement amortissable des emprunts du groupe. Nous comprenons que le groupe souhaite financer une partie des nouvelles constructions prévues dans son plan d'affaires par des emprunts bonifiés à long terme auprès de la CDC (AA/Négative/A-1+), auxquels M&C SOGINORPA est éligible depuis janvier 2014, du fait de son nouveau statut d'ESH. MCH ayant un statut de société coopérative d'HLM, elle était déjà éligible aux prêts de la CDC avant 2014, et elle avait mobilisée une part importante de ses financements auprès de la CDC.

Suite aux mesures prises depuis 2008 et à l'échéance en juin 2014 de contrats de swaps de couverture et structurés suite au remboursement de l'emprunt obligataire d'EPINORPA, nous considérons que le groupe a désormais une exposition plus limitée aux fluctuations des taux d'intérêt et de change au travers les swaps et dérivés qu'il a souscrit.

Une position de trésorerie « forte »

Nous considérons que la position de trésorerie du groupe reste « forte ». Nous estimons que ses ressources de trésorerie (comprenant notamment la CAF, les disponibilités et les montants disponibles sur les lignes de trésorerie et découverts) permettront de couvrir, structurellement, plus de 1,25 fois ses besoins de trésorerie (remboursement du capital des emprunts et investissements) d'ici 2017.

Nous estimons ainsi dans notre scénario central que le groupe disposera en 2016 de 454 millions d'euros en termes de ressources de trésorerie, principalement composées :

- de l'autofinancement anticipé ajusté du gros entretien (79 millions d'euros),
- des disponibilités (60 millions d'euros),
- des montants disponibles sur les facilités à court terme contractualisées (lignes de crédit et découverts) pour 62 millions d'euros (nets des tirages moyens anticipés sur l'exercice),
- d'emprunts à long terme (pour 231 millions d'euros) au titre du financement des investissements de rénovation et de nouvelles constructions,
- de cessions d'actifs (10 millions d'euros),
- et de subventions d'équipement (12 millions d'euros).

Nous estimons que ces ressources de trésorerie permettront une couverture adéquate (à hauteur de 1,3 fois) des dépenses d'investissement (267 millions d'euros, hors gros entretien) et du remboursement en capital des emprunts (79 millions d'euros).

Nous anticipons le maintien d'une position de trésorerie « forte » au-delà de 2016 dans notre scénario central. Notre scénario central tient compte du maintien d'un niveau élevé de facilités de trésorerie de court terme et d'un financement des rénovations et constructions nouvelles essentiellement par recours à de nouveaux emprunts. Nous estimons qu'en cas d'incapacité à mobiliser des emprunts, le groupe réduirait son programme d'investissement et nous considérons que le groupe dispose d'une flexibilité importante en la matière, l'essentiel de ses investissements se composant de travaux de rénovation et de construction pouvant être facilement différés voire annulés.

Nous considérons également que le groupe dispose d'un accès « satisfaisant » à la liquidité externe, au regard d'importantes lignes de trésorerie confirmées (qui atteignaient 145 millions d'euros à fin octobre 2015) et des récentes émissions obligataires publiques et privées. Au-delà de financemets bancaires à long et à court termes, le groupe a diversifié ses sources de financement depuis fin 2013, notamment à travers des emprunts obligataires privés et publics et des emprunts de type schuldschein/NSV.

Une gestion et une gouvernance financières prudentes

Nous continuons de considérer que la gestion financière du groupe Maisons & Cités est prudente et claire.

Nous considérons que le groupe est très intégré, permettant une cohérence stratégique entre la holding et les filiales directes, des pratiques homogènes et un niveau de reporting financier et opérationnel élevé. Les budgets sont conformes au plan stratégique à long terme du groupe - qui est régulièrement mis à jour. Nous considérons que les réalisations du groupe ne se sont pas écartées significativement des budgets et du plan stratégique à long terme au cours des dernières années. Nous relevons toutefois qu'au-delà du plan stratégique, la direction du groupe n'a pas énoncé d'objectifs financiers en ce qui concerne le niveau de marge d'autofinancement, d'endettement ou de couverture du remboursement de la dette.

Depuis 2011, le groupe a fortement renforcé le contrôle interne des décisions, à la demande de ses administrateurs et des collectivités membres des instances de gouvernance du groupe. Ceci faisait suite à un contrôle approfondi de la Cour des Comptes en 2010, qui avait mis à jour des contrôles très lâches et une très grande autonomie des dirigeants ayant entraîné des pertes importantes sur des placements et des dérivés de crédit. Nous comprenons que le groupe n'utilise plus que des instruments financiers simples pour gérer ses risques de taux.

En ce qui concerne la gestion de trésorerie, le groupe souhaite maintenir un niveau élevé de facilités de trésorerie (lignes de trésorerie confirmées et découverts autorisés), qu'il mobilise notamment en préfinancement d'opérations d'investissements.

Le groupe finance actuellement ses investissements principalement par autofinancement et par emprunts, et plus marginalement par subventions. S'il finance intégralement sur fonds propres ses dépenses de gros entretien, les travaux de rénovation et les nouvelles constructions sont essentiellement financés par emprunt. L'essentiel des emprunts (plus de 90%) sont amortissables et à long terme. Nous comprenons que la dette du groupe n'a pas de covenants bancaires. Toutefois, nous relevons que le groupe a accordé à une banque une délégation de ses créances sur l'ANGDM en garantie d'un prêt amortissable (pour un montant résiduel de 140 millions d'euros à fin 2014). En vertu de cette délégation, si M&C SOGINORPA n'était pas en mesure de rembourser ce prêt, les paiements des échéances pourraient, à la demande de la banque, être directement effectués à partir des loyers versés par l'ANGDM.

Un profil opérationnel « fort »

Nous estimons que le profil opérationnel du groupe reste « fort », reflétant notre appréciation d'un faible risque sectoriel, d'une demande locative sociale soutenue sur son territoire d'intervention, d'une stratégie et d'une gestion du groupe adéquates, et d'une performance opérationnelle solide.

Un faible risque sectoriel, du fait d'une cyclicité faible, d'une concurrence limitée et d'un soutien important de l'Etat

Nous estimons que le risque sectoriel associé au logement social reste faible au niveau international, comparativement aux autres secteurs économiques. Nous considérons que la demande de logement social est généralement élevée à travers le cycle économique, et nous observons une croissance, faible mais constante, du niveau des loyers, favorable à la stabilité des flux de trésorerie opérationnels. En outre, nous observons généralement un niveau de concurrence limité.

Par ailleurs, nous observons que les Etats tendent à soutenir le secteur du logement social en solvabilisant la demande finale, par des subventions aux locataires ou aux bailleurs sociaux, et en octroyant d'importants pouvoirs de supervision et de soutien permanent aux autorités de tutelle, réduisant le risque sectoriel. Au regard de l'importance sociale des activités réalisées, nous considérons que le risque d'intervention défavorable de l'Etat est limitée dans le secteur du logement social.

En France, le secteur du logement social est soumis à une importante supervision et un contrôle financier par l'ANCOLS, organisme de contrôle placé sous la double autorité du ministre chargé du logement et du ministre chargé de l'économie. En cas de problèmes financiers, l'Etat intervient généralement à travers le versement aux structures financièrement fragiles de subventions spécifiques en provenance de la CGLLS (établissement public administratif chargé d'éviter aux opérateurs de logement social de connaître des problèmes financiers) – généralement aux côtés de subventions en provenance des collectivités locales. L'Etat peut également imposer la fusion des opérateurs de logement en situation financière tendue avec des opérateurs disposant d'une santé financière solide. Par ailleurs, les locataires du parc social peuvent être éligibles à certaines allocations au titre du logement (APL, ALS) destinées à leur permettre d'honorer leurs loyers, versées par le réseau des Caisses d'Allocations Familiales. Ces allocations sont généralement versées directement aux propriétaires de logements et aux bailleurs sociaux, ce qui réduit significativement le risque locatif/de recouvrement. Les organismes de logement social ne paient pas d'impôt sur les sociétés et ils bénéficient d'un taux de TVA dérogatoire. La plupart de leurs projets d'investissement peuvent faire l'objet de financement par des emprunts très longs (jusqu'à 40, voire 50 ans) à des taux bonifiés auprès de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC).

Fondamentaux économiques : une demande soutenue sur le territoire, malgré une très faible croissance démographique.

La demande de logement social a été historiquement forte dans le Nord-Pas de Calais, représentant environ 9% de la demande totale en France, alors que la Région représente 6,5% de la population nationale. Par ailleurs, le parc social y est comparativement plus important, à 102 logements sociaux pour 1000 habitants au 1er janvier 2014, contre 71 en moyenne métropolitaine (sources : INSEE, CGDD).

La Région connaît une croissance très limitée de la population, à 1,5% au total entre 2000 et 2014, contre 8,6% pour la France métropolitaine. Selon le scénario central de l'INSEE, la population régionale devrait rester quasiment stable d'ici 2030, ne progressant que de 0,5% au total. En ce qui concerne le territoire d'intervention du groupe Maisons & Cités, la population locale devrait croître très lentement, à moins de 0,5% d'ici 2022 (Source: INSEE).

Le groupe Maisons & Cités représente environ 15% du parc de logement social total de la région Nord-Pas de Calais. Son parc est intégralement situé dans l'ancien Bassin Minier, secteur urbanisé très dense, qui représente 10% du territoire de la région, mais environ 30% de sa population (soit 1,2 million d'habitants). En pratique, le groupe représente une part très significative de l'offre locale de logements sociaux, avec parfois une position de monopole dans certaines villes, avec une forte demande locale, le groupe Maisons & Cités disposant d'une importante liste d'attente.

Les loyers moyens du groupe Maisons & Cités sont très proches de la moyenne des logements sociaux dans la région. Nous estimons qu'ils atteignent entre 60% et 75% des loyers moyens de marché dans le Bassin Minier, et environ 45% des loyers moyens de marché dans la Région. Nous relevons que le taux de vacance dans le parc social en Nord-Pas de Calais reste le plus faible de France après la Corse, à 1,7% en janvier 2014 (contre 3% en France).

Le groupe Maisons & Cités a régulièrement augmenté ses loyers au cours des dernières années et, récemment, à concurrence des plafonds légaux fixés chaque année par l'État. Compte tenu des rénovations et des efforts importants de remise en état de son parc, notamment au cours de la dernière décennie, le groupe a la possibilité d'augmenter le niveau des loyers après la réalisation des travaux sur ses logements. En pratique, cependant, les augmentations de loyers concernent essentiellement les ayants droits des anciens mineurs. Ceci tient au fait que ces loyers sont intégralement facturés à l'ANGDM – un établissement public administratif d'Etat chargé de gérer les droits sociaux des mineurs, des anciens mineurs et de leurs veuves. En ce qui concerne les locataires de droit commun (72% des locataires fin 2014), les loyers après réparations/rénovations sont généralement augmentés dans une proportion moindre, l'augmentation intégrale n'intervenant qu'après le départ des locataires. Nous considérons le risque associé à l'encaissement des loyers comme très faible pour le groupe, qui encaisse directement les paiements en provenance de l'ANGDM (27% des revenus d'exploitation en 2014) - pour les anciens mineurs et leurs veuves - et des CAF pour environ 61% des locataires de droit commun, limitant son exposition directe aux locataires. Il en résulte de très faibles arriérés, les pertes au titre des loyers impayés ne représentant que 0,3% du total des loyers en 2014.

Nous considérons que le groupe n'a qu'une exposition très résiduelle aux fluctuations du marché immobilier et aux activités hors logement social, eu égard au poids très faible de ses activités d'aménagement et promotion privée et de ses cessions d'actifs. Nous comprenons que la direction du groupe ne souhaite pas développer d'activités hors champ du logement social dans le cadre de son plan stratégique, et qu'elle a décidé de limiter ses opérations d'accession sociale.

Le groupe Maisons & Cités n'envisage pas actuellement d'étendre son activité sur le territoire de l'agglomération lilloise. Nous relevons que le parc de logements du groupe pourrait attirer à moyen terme un nombre croissant de personnes travaillant à Lille, dans le cadre des projets de renforcement des dessertes ferroviaires entre Lille et le Bassin Minier.

Une performance opérationnelle solide, soutenue par un parc important et essentiellement composé de logements individuels

Le parc du groupe Maisons & Cités est important (63 163 logements au 31 décembre 2014) et principalement composé de logements individuels (plus de 99%), une singularité dans le cadre français puisque la moyenne nationale est de 15,8% dans le parc social en 2014 (source : INSEE). Ceci offre selon nous une souplesse importante dans la planification et la réalisation d'opérations de rénovation/entretien, puisque le groupe peut aisément et rapidement décider de reporter (voire d'annuler) une partie des travaux, ce qui est plus complexe dans le cadre d'opérations lancées sur des immeubles d'habitation.

Le parc de Maisons & Cités a fortement diminué au cours des 25 dernières années. En 1985, M&C SOGINORPA possédait encore plus de 92 000 logements, et ce nombre a diminué significativement suite à de nombreuses destructions car une part importante du parc était vétuste. Le groupe poursuit la destruction d'une partie de son parc vétuste (environ 1 900 logements) – mais à une plus petite échelle – et s'est engagé dans la vente de logements. Nous prévoyons que le parc du groupe se stabilisera à environ 63 000 logements d'ici 2017, malgré les destructions et les ventes planifiées, sous l'effet de constructions de nouveaux logements. Le parc devrait ensuite croître deplus de 1% par an à compter de 2018, suite à la fin des destructions de parc.

Nous estimons toujours que le patrimoine du groupe reste ancien, avec un âge moyen des logements de plus de 80 ans et plus de 80% des logements construits avant 1950. Nous notons toutefois que le parc a bénéficié d'importantes opérations de rénovation ces dernières années, pour respecter des contraintes règlementaires et renforcer sa qualité, notamment en termes d'isolation thermique et de chauffage. Le groupe estime ainsi l'âge moyen de son parc, après prise en compte des rénovations, à 48 ans.

Si le groupe souhaite poursuivre son effort d'investissement à moyen terme, nous considérons toutefois qu'il dispose d'une importante flexibilité en la matière, puisque les investissements sont principalement des rénovations et des constructions nouvelles, qui peuvent être aisément décalées dans le temps. La taille importante d'un parc principalement composé d'habitations individuelles offre une grande souplesse dans les travaux et leur planification, ce qui est favorable dans notre évaluation de la performance opérationnelle du groupe.

Par ailleurs, l'importance des listes d'attente pour l'obtention d'un logement du groupe témoigne selon nous de l'attractivité de son parc, et nous relevons par ailleurs que le taux de vacance (5,6% fin 2014) tient pour l'essentiel à la vacance technique (4,3%) et, très marginalement, à la vacance commerciale.

Une stratégie et une gestion du groupe adéquates.

Nous continuons de considérer la stratégie et la gestion du groupe comme adéquates.

La stratégie du groupe s'inscrit dans un plan stratégique pluriannuel combinant des éléments prospectifs opérationnels et financiers. Ce plan est révisé chaque année et présenté aux instances de gouvernance d'EPINORPA et M&C SOGINORPA, et il fait également l'objet de discussions avec la Région. Il est élaboré avec la participation des départements opérationnels et de la direction en charge de l'économie et de la stratégie. Compte tenu de son rôle central dans l'organisation, ce plan stratégique est décliné en objectifs opérationnels et les budgets annuels des entités du groupe sont en pratique des déclinaisons annuelles du plan, avec de légers ajustements si nécessaire. Nous considérons que les résultats financiers ont été ces dernières années très proches des budgets et du plan stratégique.

Ce dernier a été récemment actualisé pour intégrer une plus faible croissance des loyers (sous l'effet notamment d'une inflation anticipée plus faible) et une modification des investissements, avec un renforcement de l'effort de rénovation. Ceci se traduit par des marges légèrement plus faibles et un endettement un peu plus élevé, mais sans écart très significatif par rapport au dernier plan.

Nous jugeons que le plan stratégique du groupe est prudent et réaliste, conforme aux caractéristiques de la demande locative sociale locale et aux capacités financières et opérationnelles du groupe. Les principaux objectifs stratégiques consistent d'abord en la poursuite et l'achèvement de la rénovation de son parc de logements, puis en l'amélioration de l'efficacité thermique du parc et enfin en la construction de nouveaux logements pouvant à terme conduire à une croissance du parc. La direction du groupe souhaite également adapter son parc de logements au vieillissement de ses résidents. Nous observons que cette approche par étapes a été confirmée et mise en place depuis plusieurs années.

Nous estimons que la direction du groupe a démontré ces dernières années une solide capacité à répondre à la demande locative sociale locale en adaptant son parc. Nous considérons également que le groupe dispose d'outils sophistiqués pour piloter ses activités et gérer son parc (notamment les besoins de rénovation), l'occupation de son parc et la demande locative, et d'outils de surveillance et de gestion des impayés et arriérés.

La direction générale conditionne le développement futur du groupe à sa capacité à obtenir des prêts bancaires et financements externes, notamment en ce qui concerne les constructions nouvelles. Nous comprenons qu'elle exclut à ce stade un développement au-delà de son territoire et vers des activités ne relevant pas de l'activité de bailleur social, ce qui reflète selon nous son aversion pour les activités susceptibles de générer des risques financiers pour le groupe. Après la mise à jour d'importantes lacunes dans les systèmes de contrôles des opérations financières jusqu'en 2008, ayant permis des investissements financiers risqués et une exposition importante du groupe aux risques de change et de taux via des instruments dérivés, des règles internes strictes ont été établies, interdisant notamment la prise de risques sur les investissements et les emprunts et dérivés.

Une « très forte » probabilité de soutien extraordinaire de la Région Nord-Pas de Calais en cas de besoin

Nous continuons de considérer le groupe Maisons & Cités comme lié et dépendant de la Région Nord-Pas de Calais (A+/Stable/A-1), et nous utilisons notre méthodologie spécifique (« Rating Government-Related Entities : Methodology and Asumptions », publiée le 25 mars 2015) pour estimer la probabilité de soutien extraordinaire de la Région au groupe en cas de besoin.

Selon nos critères, nous considérons le soutien extraordinaire comme celui qui pourrait être fourni, au-delà des contrôles et des dispositifs de soutiens financiers systémiques existant généralement pour les organismes français de logement social. Ces éléments systémiques sont en effet déjà intégrés dans notre analyse de la qualité de crédit intrinsèque du groupe.

La combinaison de notre appréciation d'un rôle « très important » du groupe Maisons & Cités pour la Région Nord-Pas de Calais ainsi que d'une force et une permanence des liens unissant le groupe et la Région que nous jugeons « très fortes», selon notre cadre méthodologique, nous conduit à estimer la probabilité de soutien extraordinaire de la Région

au groupe comme « très forte ». Sur la base de notre méthodologie de notation des entités liées et dépendantes d'une entité publique et au regard d'une qualité de crédit intrinsèque du groupe Maisons & Cités que nous estimons désormais à 'a+', notre appréciation d'une probabilité « très forte » de soutien extraordinaire de la Région Nord-Pas de Calais ne conduit à aucun réhaussement de la qualité de crédit du groupe Maisons & Cités.

Dans notre scénario central, nous n'escomptons pas que la fusion de la Région Nord-Pas de Calais avec la Région Picardie se traduise par une évolution de la probabilité de soutien régional au groupe Maisons & Cités.

Nous estimons que la force et la permanence des liens unissant le groupe et la Région sont « très fortes»

Cas unique en France, la Région Nord-Pas de Calais est l'entité de rattachement d'EPINORPA, l'établissement public holding de tête du groupe Maisons & Cités, en vertu de la Loi SRU (Loi 2000-1208). Le statut d'établissement public d'EPINORPA rattaché à la Région implique une responsabilité ultime de cette dernière sur les actifs et les dettes d'EPINORPA s'il faisait l'objet d'une dissolution, bien qu'il ne s'agisse pas d'une garantie explicite de la Région sur sa dette. Nous relevons que la Région et les autres collectivités de la région ont exercé une forte pression sur le gouvernement afin que la Loi SRU intègre la création d'EPINORPA et son statut d'établissement public régional, ce qui traduit selon nous la forte volonté des collectivités territoriales de contrôler le groupe et ses opérations.

En pratique, le groupe est contrôlé par la Région. Le holding de tête, EPINORPA, est rattaché à la Région et contrôle intégralement la principale entité opérationnelle du groupe, M&C SOGINORPA (voir « Structure du groupe »ci-dessous). EPINORPA contrôle également le Conseil d'administration (CA) de M&C SOGINORPA, dont il désigne 6 des 9 membres, dont le Président, et également le directeur général. La Région est directement présente dans le CA d'EPINORPA, et indirectement, via EPINORPA, dans celui de M&C SOGINORPA. Toutefois, la Région ne contrôle pas le CA d'EPINORPA, composé de 31 membres dont 6 choisis par la Région, 12 par les autres collectivités locales, 3 par l'Etat et 10 représentent les locataires et ayants-droits des mineurs. Nous relevons toutefois que le Président du CA d'EPINORPA est actuellement un représentant de la Région. La Région est restée l'actionnaire de référence du groupe, même après l'évolution statutaire de M&C SOGINORPA en janvier 2014 (voir ci-dessous).

Nous considérons que la Région Nord-Pas de Calais a un rôle prépondérant dans les décisions de nomination des organes de direction du groupe. Nous relevons notamment que l'actuel Directeur général du groupe, nommé en 2011 à la demande de la Région, est l'ancien Directeur général adjoint en charge des finances de la Région. Nous estimons que ceci témoigne de la volonté de la Région de renforcer son suivi et ses contrôles sur le groupe et ses activités, suite aux très importantes pertes enregistrées par le groupe du fait de la souscription d'emprunts structurés, de produits dérivés et d'investissements financiers spéculatifs, ayant révélé un contrôle interne très limité et une absence de suivi par les actionnaires de la gestion financière du groupe. Le renforcement par la Région de ses contrôles sur le groupe a suivi la publication en 2010 de deux rapports de la Cour des comptes sur le groupe, qui ont mis en évidence des lacunes dans les contrôles et le reporting des décisions prises par la Direction générale de l'époque.

Nous considérons que les contrôles de la Région ont été renforcés depuis 2011 et qu'elle serait informée par le groupe en temps opportun en cas de besoin de soutien financier. La stratégie, notamment financière, du groupe fait l'objet d'échanges entre la Direction du groupe et les représentants de la Région. Nous comprenons par ailleurs que la Région, bien qu'elle ne soit pas impliquée dans la gestion quotidienne du groupe, entretient des contacts réguliers avec la

direction du groupe.

Nous estimons que la force et la permanence des liens unissant la Région et le groupe sont très fortes et nous considérons que le défaut d'une des entités du groupe pourrait avoir des répercussions sur la propension des prêteurs à octroyer des financements à la Région et à ses satellites, ou à des conditions financières dégradées. Nous estimons que les prêteurs associent le groupe à la Région, notamment du fait de l'importante garantie d'emprunt octroyée en 2002 par la Région à un emprunt obligataire d'EPINORPA, et au statut juridique de ce dernier.

Un rôle « très important » pour la Région

Nous considérons toujours que le groupe 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.

Bien que les Régions françaises n'aient pas de compétence statutaire en termes de logement social, nous relevons que la Région Nord-Pas de Calais a souhaité agir dans cette sphère d'activité à travers le groupe, ce qui reflète le caractère interventionniste de la Région, qui finance également d'autres dispositifs optionnels d'initiative régionale dans les champs sanitaire, culturel et sportif.

Nous considérons que le groupe remplit pour la Région un rôle très important en termes de politiques publiques. Il est l'un des principaux bailleurs sociaux du Nord-Pas de Calais, et le plus important sur son territoire principal d'intervention, le bassin minier (voir : « Fondamentaux économiques et marché »). Son poids économique est également fort, puisque le groupe emploie 900 salariés et qu'il est un donneur d'ordres pour les entreprises régionales, à travers ses commandes et contrats du fait d'investissements importants. Son importance politique est également forte, en tant que principal bailleur social sur un territoire socialement et économiquement en retrait. Le groupe joue également un rôle actif dans la politique régionale de rénovation thermique du parc régional de logements.

Nous considérons que le cadre légal permet à la Région Nord-Pas de Calais d'intervenir rapidement en soutien au groupe en cas de besoin. Ainsi, nous estimons que la Région pourrait intervenir à travers des subventions ou d'avances exceptionnelles (probablement au niveau d'EPINORPA), d'une acquisition-location temporaire d'actifs (sale-and-lease back) ou bien de l'octroi de garanties à des emprunts bancaires ou obligataires. En 2002, la Région avait ainsi octroyé une garantie à hauteur de 229 millions d'euros sur une émission obligataire d'EPINORPA de 458 millions d'euros (remboursée en juin 2014). Nous considérons que l'absence de demande de remontée de dividendes par la Région constitue également une forme de soutien récurrent au groupe.

M&C SOGINORPA - Synthèse de la notation

Tableau 1

Synthèse de la notation de M&C SOGINORPA	
Qualité de crédit intrinsèque du groupe Maisons & Cités :	a+
Profil opérationnel	Fort
Profil financier	Très fort
Entité de rattachement	Région Nord-Pas de Calais
Notation de l'entité de rattachement	A+/Stable/A-1
Rôle	Très important

Tableau 1

Synthèse de la notation de M&C SOGINORPA (cont.)	
Lien	Très fort
Probabilité de soutien extraordinaire	Très forte
Estimation de la qualité de crédit du groupe Maisons & Cités :	a+
Importance de M&C SOGINORPA pour le groupe Maisons & Cités :	Essentiel (« core »)
Notation de M&C SOGINORPA	A+/Stable/--

Groupe Maisons & Cités - Statistiques financières

Tableau 2

Groupe Maisons & Cités - Statistiques financières												
	2012	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2015**	**2016**	**2017**	**2015**	**2016**	**2017**
(millions d'euros)				**-Scénario central-**			**-Scénario optimiste-**			**-Scénario pessimiste-**		
Recettes d'exploitation	284	301	301	304	312	323	306	315	328	302	308	317
Excédent brut d'exploitation	133	149	142	147	151	163	151	157	172	143	144	153
Résultat d'exploitation	50	58	50	48	48	56	52	54	65	44	41	46
Charges d'intérêt	56	64	55	36	40	45	33	36	39	39	44	49
Résultat net	42	32	43	23	20	27	32	33	44	14	8	10
Capacité d'autofinancement (CAF)	79	105	95	112	111	119	119	122	133	104	100	104
Dépenses d'investissement	172	183	187	267	299	309	227	259	269	282	316	326
Dette	1272	1435	1191	1343	1495	1650	1309	1430	1554	1356	1521	1689
Trésorerie (y compris fonds de réserve jusqu'en 2013)	321	393	104	143	129	119	158	168	186	126	89	53
EBE ajusté / recettes d'exploitation (%)	37,8%	41,7%	39,9%	36,9%	38,1%	40,7%	41,1%	42,8%	45,7%	34,5%	35,2%	37,2%
EBE ajusté / service de la dette ajusté (x)	1,0	1,1	1,1	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	0,9	0,9	0,9
Dette (ajustée du fonds de réserve jusqu'en 2013)/EBE ajusté (x)	8,6	8,6	9,5	12	12,6	12,6	10,4	10,5	10,4	13,0	14,0	14,3

Sources: comptes 2012-2014 retraités; projections S&P pour 2015-2017

Aucun contenu (y compris les notations, l'analyse de crédit qui s'y rapporte ainsi que les données, modèles, logiciels et autres applications ou résultats qui en découlent) ou partie de contenu (le Contenu) ne peut être modifié, désassemblé, reproduit ou distribué sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, ou stocké dans une base de données ou un système d'extraction, sans autorisation écrite préalable de Standard & Poor's Financial Services LLC ou des entités qui lui sont affiliées (collectivement dénommées S&P). Toute utilisation du Contenu à des fins non autorisées ou illégales est proscrite. Ni S&P, ni ses fournisseurs, ni encore leurs dirigeants sociaux, préposés, actionnaires ou mandataires (collectivement les Parties S&P) n'accordent aucune garantie quant à l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualité ou la disponibilité du Contenu. Les Parties S&P ne sont pas responsables d'éventuelles erreurs ou omissions, quelle qu'en soit la cause, des résultats découlant de l'utilisation du Contenu ou de la sécurité ou la maintenance des données incluses par l'utilisateur. Le Contenu est fourni en l'état. LES PARTIES S&P N'ACCORDENT AUCUNE GARANTIE D'AUCUNE SORTE, EXPRESSE OU IMPLICITE, NOTAMMENT MAIS NON EXCLUSIVEMENT TOUTE GARANTIE CONCERNANT LA COMMERCIABILITÉ, L'ADÉQUATION À UNE FIN OU À UN USAGE DONNÉ, L'ABSENCE D'ERREUR OU DE DÉFAUT INFORMATIQUE, LE FONCTIONNEMENT ININTERROMPU DU CONTENU OU SA COMPATIBILITÉ AVEC TOUT LOGICIEL OU MATÉRIEL INFORMATIQUE. Les Parties S&P ne pourront en aucun cas être tenues responsables de quelque dommages, coûts, dépenses, frais juridiques ou pertes directs, indirects, accessoires, exemplaires, forfaitaires, punitifs, particuliers ou consécutifs que ce soit (notamment, mais non exclusivement, toute perte de revenu ou de gain et tout coût d'opportunité) liés à l'utilisation du Contenu, et ceci même si elles ont été informées de l'éventualité de tels dommages.

Les analyses relatives au crédit et à d'autres aspects, y compris les notations, ainsi que les déclarations incluses dans le Contenu, sont l'expression d'une opinion à la date à laquelle elles sont formulées et ne doivent en aucun cas être considérées comme une information factuelle. Les opinions, analyses et décisions de reconnaissance de notes (décrites ci-après) de S&P ne sont pas des recommandations d'acheter, conserver ou vendre de quelconques titres ou de prendre une quelconque décision d'investissement, et ne portent pas sur le caractère approprié d'une quelconque valeur mobilière. S&P n'a aucune obligation de mettre à jour le Contenu après publication sous quelque forme que ce soit. Le Contenu ne doit pas être le fondement d'une décision d'investissement ou commerciale et n'est pas destiné à remplacer les compétences, le jugement et l'expérience de l'utilisateur, ses dirigeants, préposés, conseillers et/ou clients à cet égard. S&P n'intervient pas en qualité de fiduciaire ou de conseiller en investissement, sauf sur les territoires où il est immatriculé comme tel. S&P utilise des informations en provenance de sources qu'il estime fiables mais ne conduit toutefois aucun audit, ne procède à aucune vérification indépendante à l'égard de ces informations et ne contracte aucune obligation à ce titre.

Dans le cas où des autorités réglementaires autorisent une agence de notation à reconnaître dans un pays une note émise dans un autre pays à certaines fins réglementaires, S&P se réserve le droit d'attribuer, retirer ou suspendre une telle reconnaissance à tout moment et à son entière discrétion. Les Parties S&P déclinent toute obligation découlant de l'attribution, du retrait ou de la suspension d'une telle reconnaissance et toute responsabilité en cas de préjudice prétendument subi en conséquence.

Certaines activités de S&P sont conduites au sein d'unités séparées afin de préserver l'indépendance et l'objectivité de leurs activités respectives. De ce fait, certaines unités de S&P peuvent disposer d'informations qui ne sont pas accessibles à d'autres. S&P a mis en place des politiques et des procédures visant à préserver la confidentialité de certaines informations non publiques obtenues au cours de chaque processus analytique.

S&P peut être rémunéré pour ses notations et certaines analyses relatives au crédit. Cette rémunération est en principe payée par l'émetteur des titres, par les établissements souscripteurs ou par les débiteurs. S&P se réserve le droit de publier ses opinions et analyses. Les notes et analyses publiques de S&P sont disponibles sur son site Web www.standardandpoors.com (gratuitement), ainsi que sur www.ratingsdirect.com et www. globalcreditportal.com (sur abonnement), et peuvent être diffusées par d'autres moyens, y compris par des publications S&P et par l'intermédiaire de redistributeurs tiers. Des informations complémentaires concernant les tarifs de nos notations peuvent être consultées sur www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Copyright © 2015 par Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.

STANDARD & POOR'S, S&P, GLOBAL CREDIT PORTAL et RATINGSDIRECT sont des marques déposées de Standard & Poor's Financial Services LLC.