Fitch attribue la note 'A-' à Vilogia SA ; la perspective est stable

Fitch Ratings - Londres/Paris – le 15 mars 2017 : Fitch Ratings a attribué la note de défaut émetteur (*Issuer Default Rating* - IDR) à long terme en devises 'A-' et la note à court terme 'F2' à Vilogia SA. La perspective de la note à long terme est stable.

La note de Vilogia SA prend en compte son niveau élevé d'endettement (*dette / Ebitda*) qui devrait rester supérieur à 15x à moyen terme. Celui-ci est quelque peu compensé par la forte demande de logements sociaux dans les zones où Vilogia SA opère et par la récurrence des flux de trésorerie provenant des activités locatives (qui bénéficient en grande partie d'aides de l'Etat). Il prend également en compte le contrôle étroit exercé par les autorités administratives, la réglementation stricte qui lui est applicable, le soutien continu de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC, AA / Stable / F1 +) et la part importante de dette garantie (à première demande) par les collectivités locales.

FONDAMENTAUX DES NOTES

La note intrinsèque de Vilogia a été évaluée à 'BB+' en raison du niveau élevé d'endettement atteignant 17,6x à fin 2016. Celui-ci est quelque peu atténué par la stabilité avérée des revenus en dépit de marges de manœuvre limitées, notamment concernant le prix des loyers. Fitch considère que les coûts sont bien identifiés grâce à la qualité du management et ne devraient pas subir de fortes fluctuations. Même si le modèle économique du logement social est consommateur de capital, nous considérons que Vilogia SA bénéficie d'un niveau adéquat de ressources et de main-d'œuvre pour financer ses investissements.

La méthodologie de notation des entités du secteur public (publiée par Fitch le 22 février 2016) ne traite pas du cas particulier où une entité publique (sans but lucratif) n'est pas détenue par une collectivité publique clairement identifiée. Fitch considère que Vilogia SA devrait bénéficier d'un soutien plus fort que l'approche suggérée pour les entités « dont la note n'est pas liée à celle du mandant » (« *non-credit linked entities* » ; NCLE). Ce soutien se traduit par une part importante de dette garantie par les collectivités locales (87%), une surveillance étroite et approfondie par les autorités administratives et le soutien continu de la CDC en matière de financement (à travers les prêts bonifiés et un financement pluriannuel). En conséquence, Fitch ne peut pas classer Vilogia SA comme une entité « dont la note est liée à celle du mandant » (« *credit-linked entities* » ; CLE) mais comme une entité NCLE (« *non credit-linked entity* », dont la note n'est pas liée à celle du mandant). Par dérogation à sa méthodologie de notation des entités du secteur public, Fitch note Vilogia SA quatre crans au-dessus de sa note intrinsèque (contre trois crans autorisés au maximum par la méthodologie).

Substitution : Risque modéré

Vilogia opère historiquement dans le département du Nord (71% du parc locatif total) où la demande de logements sociaux est forte, suivi par la région parisienne (17%). Avec 61 128 logements au 1er janvier 2017, Vilogia SA est l'un des plus importants bailleurs sociaux de la région des Hauts-de-France. A fin 2015, malgré la concurrence entre les différents bailleurs, le délai moyen d'attente chez Vilogia SA atteignait 15,9 mois, ce qui est un bon indicateur de la demande de logement social.

À fin 2015, les logements conventionnés représentaient 87,2% du total des revenus locatifs ; 48% des ménages occupant ces logements étaient éligibles à l'aide personnalisée au logement qui est directement versée à Vilogia SA. Fitch considère que la société bénéficie d'une sécurité de paiement sur les loyers concernés. Elle dispose d'une bonne liquidité car elle bénéficie de flux de trésorerie robustes et prévisibles du fait du caractère récurrent de ses activités locatives. La demande est forte et le taux de vacance global n'atteignait que 3,22% en 2015 (2014: 3,20%).

Conformément à la stratégie du groupe Vilogia, Vilogia SA a pour objectif d'accélérer le déploiement de son parc immobilier dans les grandes métropoles pour atteindre 68 135 logements en 2021. Fitch estime que la compétence nationale de Vilogia SA lui permet de sélectionner ses investissements, contrairement aux entités à compétence régionale.

Possibilité d'emprunt : Risque modéré

Conformément au plan de développement du groupe Vilogia, Fitch s'attend à ce que la dette de Vilogia SA augmente pour atteindre 3,9 milliards d'euros en 2021 contre 2,6 milliards d'euros à fin 2016. Par ailleurs, l'*Ebitda* devrait se stabiliser à une moyenne annuelle de 152 millions d'euros sur la période 2017-2021. Par conséquent, l'endettement devrait rester élevé et atteindre 22x en moyenne annuelle sur la période 2017-2021 contre 17,6x à fin 2016. Ce niveau d'endettement est quelque peu compensé par un ratio prêt / valeur (*Loan-to-value*) de 52% à fin 2015. Au-delà des différents instruments de financement, Vilogia SA bénéficie de la mobilisation de prêts sur fonds d'épargne auprès de la CDC et d'une convention de prêt de haut de bilan bonifié (PHBB ; assimilé à des quasi fonds propres) de 36,8 millions d'euros.

Sous l'effet combiné du contrôle des dépenses – bien identifiées par le management – et de l'augmentation du chiffre d'affaires, Fitch s'attend à ce que la capacité brute d'autofinancement reste forte (137,8 millions d'euros en 2021) et continue à couvrir le remboursement en capital des emprunts (96,9 millions d'euros en 2021) contre, respectivement, 115,3 et 72,5 millions d'euros en 2016. Toutefois, sa rentabilité est contrainte par les coûts de fonctionnement par logement supérieurs à ceux de ses homologues et un coût de portage cumulé du portefeuille de *swaps* de taux de 23 millions d'euros à fin 2015.

Risque moral : Risque fort

Comme tous les bailleurs sociaux, Vilogia SA est soumis à un cadre restrictif et est contrôlé par les autorités administratives. Vilogia SA a l'obligation légale de communiquer ses comptes à sa tutelle par le biais du « dossier individuel de situation » (DIS). De plus, au moyen de différents indicateurs de risque dynamiques, la CDC a préparé une analyse prospective pour 2015-2024, issue du plan stratégique de patrimoine de Vilogia SA sur la période 2017-2021.

Relativité : Risque fort

Vilogia SA est noté quatre crans en dessous de la CDC. Bien que cette dernière ne soit pas considérée comme le mandant de Vilogia SA, elle est le pivot du financement des bailleurs sociaux auxquels elle permet d'obtenir des conditions adaptées à leurs besoins (financement à long terme, taux avantageux).

FACTEURS DE SENSIBILITE DES NOTES

Fitch considère que la diversification des activités de Vilogia hors du domaine du logement social ou sur le marché immobilier privé, ou une volatilité accrue des revenus d'exploitation due à une exposition accrue aux activités de promotion immobilière, ou encore une performance d'exploitation plus faible sur une période prolongée entraînant une augmentation de la dette se traduirait par une action négative sur les notes.

Une amélioration de la performance budgétaire associée à une baisse de l'endettement conduisant à un niveau d'endettement durablement inférieur à 15x pourrait aboutir à une action positive sur les notes.

Contacts:

Analyste principal

Arnaud Dura

Directeur

Tél. : +33 1 44 29 91 79

Fitch France S.A.S.

60, rue de Monceau

75008 Paris

Deuxième analyste

Christophe Parisot

Managing Director

Tél. : + 33 1 44 29 91 34

Président du comité de notation

Guilhem Costes

Senior Director

Tél. : +34 93 323 8410

Relations presse : Françoise Alos, Paris, Tél. : + (33) 1 44 29 91 22, Email :

francoise.alos@fitchratings.com, Peter Fitzpatrick, Londres, Tél.: + 44 (0)20 7417 4364,

Email: peter.fitzpatrick@fitchratings.com.

Des informations complémentaires sont disponibles sur www.fitchratings.com

Critères applicables

[Rating of Public-Sector Entities – Outside the United States \(pub. 22 Feb 2016\)](#)

[Revenue-Supported Rating Criteria \(pub. 16 Jun 2014\)](#)

[Informations complémentaires Dodd-Frank Rating Information Disclosure Form](#)

[Solicitation Status Endorsement Policy](#)

TOUTES LES NOTES DE CREDIT DE FITCH SONT SOUMISES A CERTAINES RESTRICTIONS ET CLAUSES DE RESPONSABILITE. VEUILLEZ EN PRENDRE CONNAISSANCE EN SUIVANT CE LIEN : [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). DE PLUS, LES DEFINITIONS DES NOTES DE FITCH ET LEURS CONDITIONS D'UTILISATION SONT DISPONIBLES SUR LE SITE PUBLIC DE L'AGENCE,

WWW.FITCHRATINGS.COM. LES NOTES PUBLIEES, LES CRITERES ET LES METHODOLOGIES SONT EGALEMENT DISPONIBLES SUR CE SITE, A TOUT MOMENT. LE CODE DE CONDUITE DE FITCH, SES REGLES EN MATIERE DE CONFIDENTIALITE, DE CONFLITS D'INTERETS, DE SEPARATION VIS-A-VIS DES SOCIETES AFFILIEES, DE CONFORMITE, AINSI QUE TOUTES AUTRES REGLES ET PROCEDURES APPROPRIEES, SONT EGALEMENT DISPONIBLES DANS LA SECTION « CODE DE CONDUITE » DE CE SITE. IL EST POSSIBLE QUE FITCH AIT FOURNI UN AUTRE SERVICE AUTORISE A L'ENTITE NOTEE OU A SES TIERS LIES. LES DETAILS DE CE SERVICE CONCERNANT LES NOTATIONS POUR LESQUELLES L'ANALYSTE PRINCIPAL EST BASE AUPRES D'UNE ENTITE ENREGISTREE DANS L'UNION EUROPEENNE EST DISPONIBLE SUR LA PAGE DE RESUME RELATIVE A CET EMETTEUR SUR LE SITE DE FITCH.

Ce texte est une traduction en français du document initialement publié en anglais le 15 mars 2017, intitulé «Fitch Assigns Vilogia SA 'A-' Rating; Outlook Stable ». Seul le document original en anglais fait foi.