

Société Anonyme de Construction de la Ville de Lyon (SACVL) Rapport d'analyse

Analyste principal :

Christophe Dore, Paris (33) 1-4420-6665; christophe.dore@spglobal.com

Analyste secondaire :

Youssef Ait Benasser, Paris +33144206761; youssef.benasser@spglobal.com

Sommaire

Notation de la SACVL

Méthodologies et rapports associés

Synthèse

Perspective: Stable

Un profil opérationnel fort

Un profil financier adéquat

Une forte probabilité de soutien extraordinaire de la Ville de Lyon en cas de besoin

Société Anonyme de Construction de la Ville de Lyon (SACVL)

Rapport d'analyse

Ce rapport fait suite à notre communiqué de presse intitulé «French Housing Operator SACVL 'A' Rating Affirmed; Outlook Stable» publié le 30 janvier 2017. 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 la SACVL

Note à long terme - Perspective

A/Stable/--

Contacts analytiques

- Christophe Dore, Paris, (33) 1-4420-6665; christophe.dore@spglobal.com
- Youssef Ait Benasser, Paris, (33) 1-4420-6761 ; youssef.benasser@spglobal.com

Historique des changements de note

A/Stable/-- 20 janvier 2014

Historique des défauts

Pas de défaut

Méthodologies et rapports associés

- Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions - March 25, 2015
- Methodology For Rating Public And Nonprofit Social Housing Providers -December 17, 2014
- Stand-Alone Credit Profiles: One Component Of A Rating - October 01, 2010
- Use Of CreditWatch And Outlooks - September 14, 2009
- French City of Lyon Outlook Revised To Stable Following Similar Action On France; 'AA/A-1+' Ratings Affirmed - October 25, 2016

Synthèse

La note reflète la qualité de crédit intrinsèque de la SACVL, que nous estimons à un niveau de « bbb+ », et notre appréciation d'une probabilité forte que la Ville de Lyon (AA/Stable/A-1+) apporte à la SACVL un soutien financier extraordinaire, prompt et suffisant, en cas de difficultés financières.

Dans le cadre de notre méthodologie de notation des entités liées à une collectivité publique, notre appréciation d'une forte probabilité de soutien financier extraordinaire de la Ville de Lyon reflète notre opinion selon laquelle:

- la SACVL conserve un rôle important pour la Ville de Lyon, du fait notamment de sa mission d'opérateur de logement social et intermédiaire. Nous comprenons que la Ville considère toujours l'activité de bailleur social et intermédiaire de la SACVL comme importante en permettant de contenir la hausse des loyers de marché et en favorisant la mixité sociale à Lyon. La location de logements constituait en 2016 plus de 80% du chiffre d'affaires de la SACVL, qui loue également des locaux tertiaires (bureaux, locaux d'activité) ; et
- la force et la permanence des liens unissant la SACVL et la Ville restent très fortes. La Ville reste l'actionnaire majoritaire (77% du capital) de la SACVL, et elle opère un suivi étroit sur la société et sa stratégie. La Ville a soutenu financièrement la SACVL, en lui octroyant une avance de trésorerie en 2009. Nous comprenons que la Ville ne souhaite pas réduire sa participation dans la SACVL à moyen terme. Par ailleurs, et de manière générale, nous n'estimons pas que la propension de la Ville à soutenir ses entités liées et dépendantes soit sujette à caution.

Notre estimation de la qualité de crédit intrinsèque de la SACVL à « bbb+ » intègre notre appréciation d'un profil opérationnel toujours fort et d'un profil financier restant adéquat.

Nous estimons que le risque sectoriel associé au logement social reste faible, et ceci au niveau international. Nous considérons que la demande est généralement élevée à travers le cycle économique dans ce secteur, qui bénéficie d'une stabilité des flux de trésorerie opérationnels et d'un niveau de concurrence généralement limité. En outre, le secteur bénéficie de soutiens publics divers en France, permettant notamment de solvabiliser la demande finale à travers des allocations versées aux locataires et aux bailleurs.

La SACVL bénéficie toujours d'une forte demande locative sur son territoire d'intervention de Lyon. Le taux de vacance total de son parc de logements est faible, à 2,6% au 31 octobre 2016, comme ces dernières années. Le prix moyen des logements à Lyon reste supérieur à la moyenne française. Ceci confère une valeur comparativement élevée au parc de la SACVL, estimé à 867 millions fin 2015, soit 2,6 fois sa dette financière. Nous estimons cependant que la SACVL reste exposée à des activités non traditionnelles pour un opérateur de logement social et intermédiaire. En effet, les taux de vacance des locaux tertiaires sont nettement plus élevés que ceux des logements, et la SACVL reste exposée aux fluctuations du marché de l'immobilier, des cessions d'actifs devant participer au financement de son plan de développement ces prochaines années. Ceci nous conduit à ajuster notre appréciation de la performance opérationnelle de la SACVL.

La SACVL gère 7 402 logements au 31 décembre 2016, principalement des appartements dans des immeubles détenus en pleine propriété, d'un âge moyen de 48 ans. Le parc devrait croître à partir de 2017, suite à l'acquisition de 350 nouveaux logements (principalement des logements étudiants) cette année, dans le cadre de son plan de développement qui cible l'acquisition d'environ 100 logements d'ici 2025. Ceci compenserait nettement les cessions de logements envisagées. Le faible taux de vacance du parc locatif témoigne selon nous de son attractivité. La SACVL prévoit de toutefois maintenir d'importantes opérations de gros entretien et d'amélioration du parc ces prochaines années, compensant des rénovations limitées jusqu'à ces dernières années.

Nous estimons que la stratégie et la gestion de la SACVL restent adéquates. La direction n'envisage pas d'étendre l'activité au-delà de son territoire actuel d'intervention et de diversifier fortement ses activités, reflétant selon son souhait de ne pas s'engager dans des activités susceptibles de générer des risques financiers pour la société. Le plan

pluriannuel opérationnel et financier est régulièrement actualisé, et nous le jugeons cohérent avec les capacités de la société et la demande locative locale.

Le profil financier de la SACVL reste adéquat. Sa marge opérationnelle (rapportant l'excédent brut d'exploitation (EBE) aux produits de fonctionnement) atteignait 47% en moyenne entre 2014 et 2016. En ajustant l'EBE des dépenses de gros entretien, la marge opérationnelle ajustée reste élevée à 32% sur la période. Nous anticipons le maintien d'une performance financière saine et peu volatile d'ici 2018, malgré une faible croissance des loyers du fait d'une inflation faible et de limitations réglementaires à la hausse des loyers. Nous estimons que la SACVL demeure exposée aux fluctuations du marché immobilier, à travers ses locations tertiaires et son plan de cessions immobilières finançant son développement à moyen terme.

Nous estimons que la politique financière de la SACVL est adéquate, avec une transparence forte et un plan stratégique pluriannuel cohérent. La politique de gestion de la dette et de la trésorerie est claire et prudente, avec un suivi continu des emprunts structurés (8% de l'encours de dette à fin 2016) présentant une valeur de marché toujours très défavorable.

L'endettement de la SACVL est modéré, selon nous. Suite à la mobilisation d'un nouveau prêt de 30 millions d'euros en 2016, nous estimons que la dette représentait 18 années d'EBE ajusté fin 2016, avec une couverture restant faible du service de la dette par l'EBE ajusté (0,8 fois). Dans notre scénario central, la dette représenterait 17 fois l'EBE ajusté en moyenne entre 2016 et 2018, et décroîtrait à compter de 2018 sous l'effet d'importants remboursements d'emprunts entre 2018 et 2020, en partie par ponction sur les réserves de trésorerie. Les ratios de couverture de la dette devraient rester globalement stables, avec un EBE ajusté représentant en moyenne 0,6 fois le service de la dette entre 2016 et 2018. La SACVL a démontré sa capacité à rembourser sa dette amortissable et nous jugeons qu'elle serait en mesure de céder des actifs en cas de besoin, les emprunts faisant l'objet d'hypothèques représentant environ 38% du stock de dette fin 2016.

La SACVL conserve une forte position de trésorerie. Ceci reflète notre estimation de ressources de trésorerie couvrant plus de 1,8 fois ses besoins de trésorerie estimés en 2017, ainsi que son exposition à certains emprunts bancaires structurés. La SACVL conserve par ailleurs selon nous un accès satisfaisant à la liquidité externe, dont témoigne la contractualisation de prêts bancaires avec plusieurs établissements financiers ces dernières années.

Perspective: Stable

La perspective stable reflète notre anticipation que la SACVL conservera une forte probabilité de soutien extraordinaire de la Ville de Lyon et que nous continuerons à évaluer sa qualité de crédit intrinsèque à « bbb+ » ces 24 prochains mois.

Dans notre scénario pessimiste, une détérioration du profil financier de la SACVL pourrait placer sa qualité de crédit intrinsèque sous tension et nous conduire à abaisser sa note. Ceci pourrait provenir d'une détérioration de ses performances financières ou d'une mauvaise gestion de ses encours d'emprunts structurés. Une réduction potentielle de la probabilité de soutien extraordinaire de la Ville de Lyon à la SACVL (tenant à notre appréciation d'un affaiblissement de son rôle pour la Ville ou de ses liens avec la Ville) pourrait également conduire à un abaissement de

la note de la SACVL.

Dans notre scénario optimiste, un relèvement de la qualité de crédit intrinsèque de la SACVL, tenant à notre appréciation d'un profil financier fort (en cas par exemple de réduction des risques associés aux emprunts structurés), conduirait à un relèvement de la note, sous réserve que la SACVL conserve une forte probabilité de soutien extraordinaire de la Ville de Lyon. Une probabilité plus forte de soutien extraordinaire de la Ville pourrait également conduire à un relèvement de la note.

Ces deux derniers scénarios ne sont cependant pas privilégiés à ce stade.

Un profil opérationnel fort

Un risque sectoriel jugé faible, reflétant une faible cyclicité, une concurrence limitée et une importante supervision de l'Etat

Nous estimons que le risque sectoriel associé au logement social est 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, ce qui est favorable à la stabilité des flux de trésorerie opérationnels. En outre, nous observons généralement un niveau de concurrence limité.

Par ailleurs, 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 un organisme de contrôle dépendant de l'Etat, l'Agence nationale du contrôle du logement social (ANCOLS), placée sous la tutelle des ministres chargés du logement et de l'économie. En cas de problèmes financiers, l'Etat intervient généralement à travers le versement de subventions spécifiques en provenance de la CGLLS (établissement public administratif de l'Etat, chargé de prévenir les difficultés financières des bailleurs sociaux et d'aider au rétablissement de leur équilibre financier) – habituellement accompagné de subventions 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 sont généralement éligibles en France 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 peuvent être versées directement aux propriétaires de logements et aux bailleurs sociaux, ce qui réduit significativement leur risque locatif/de recouvrement. Les organismes de logement social ne paient pas d'impôt sur les sociétés et bénéficient d'un taux de TVA dérogatoire. La plupart de leurs projets d'investissements 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).

Nous estimons que le risque sectoriel associé au logement intermédiaire est également faible, comme celui du logement social, même s'il bénéficie d'aides publiques directes plus faibles. Ceci tient notamment à notre appréciation de taux de vacance et d'impayés faibles, et à la prise en compte des éléments suivants :

- l'activité de logement intermédiaire cible, à titre principal, des personnes aux revenus moyens, avec des loyers inférieurs aux loyers de marchés (notamment dans les secteurs tendus tels que la région lyonnaise) ;
- la plupart des principaux opérateurs de logement intermédiaire (dont la SACVL) n'ont pas pour finalité unique ou principale la maximisation de leurs profits ;
- la concurrence reste limitée dans le secteur du logement intermédiaire. Ceci pourrait évoluer au regard de décisions de l'Etat depuis 2014 pour encourager l'investissement dans le secteur. Toutefois, nous n'avons pas observé à ce stade d'évolution significative de la situation concurrentielle.

Fondamentaux économiques et caractéristiques du marché locatif local

La Ville de Lyon connaît depuis 1982 une croissance démographique moyenne légèrement supérieure à la moyenne nationale et la population de la Ville devrait progresser à hauteur de 0,5% par an d'ici 2040 (contre 0,43% en moyenne nationale), selon le scénario central de l'INSEE.

La demande de logements est historiquement forte à Lyon. En ce qui concerne le logement social, il existe une liste d'attente importante dont la gestion est centralisée, pour tous les opérateurs de logements sociaux, à l'échelle du territoire de la Métropole de Lyon. Ceci se traduit par une vacance faible et des relocations généralement rapides ces dernières années. Ainsi, le taux de vacance total de la SACVL était de 2,6% au 31 octobre 2016..

La SACVL a régulièrement augmenté les loyers dans son parc de logements ces dernières années. Toutefois, ses loyers moyens (pour l'ensemble du parc de logements, social et intermédiaire) se situaient à 55% du niveau moyen des loyers à Lyon fin 2015. La SACVL peut augmenter ses loyers après des travaux de rénovation/remise en état de logements, mais nous relevons que cette augmentation est généralement étalée dans le temps. Les augmentations annuelles de loyers sont par ailleurs encadrées par des plafonds réglementaires nationaux. Nous relevons que le prix médian des appartements anciens à Lyon est sensiblement supérieur à la moyenne nationale (hors Ile-de-France), conférant une valeur comparativement élevée au parc de logements de la SACVL, intégralement situé à Lyon.

Nous considérons que la SACVL conserve une exposition importante à des activités non traditionnelles pour un bailleur social/à but non lucratif, ce qui nous conduit à ajuster à la baisse notre estimation des fondamentaux économiques de la SACVL. En effet, les loyers provenant de locaux tertiaires (bureaux, commerces) représentaient 19% des loyers totaux (hors charges remboursées) en 2016. Historiquement, la vacance est sensiblement plus importante pour les locaux tertiaires que pour le logement. Selon nous, la SACVL reste par ailleurs également exposée aux fluctuations du marché immobilier, du fait des cessions d'actifs prévues dans le plan de financement de ses constructions de logements ces prochaines années.

Une stratégie et une gestion adéquates

La SACVL couvre diverses activités immobilières, en tant que bailleur, gestionnaire/syndic et, marginalement, de développeur, intervenant dans le logement social, le logement intermédiaire et le locatif tertiaire (bureaux, locaux commerciaux).

Nous considérons la stratégie et la gestion financières actuelles de la SACVL comme adéquates, s'appuyant sur un plan

stratégique à moyen terme combinant des projections pluriannuelles opérationnelles et financières régulièrement actualisé.

Nous jugeons que le plan stratégique à moyen terme de la SACVL est cohérent avec les caractéristiques de la demande locative locale et les capacités de la société. Il prévoit la poursuite de rénovations ciblées et de travaux d'amélioration de l'efficacité thermique du parc, et la construction d'environ 100 nouveaux logements par an en moyenne d'ici 2025. Nous comprenons que la direction de la SACVL conditionne le développement futur de son parc à sa capacité à obtenir des prêts bancaires.

Nous comprenons que la direction de la SACVL n'envisage pas d'étendre son activité au-delà de son territoire actuel d'intervention (Lyon intramuros) ni de diversifier fortement ses activités en dehors des activités de bailleur, reflétant son souhait de ne pas s'engager dans des activités susceptibles de générer des risques financiers pour la société.

Nous comprenons que la direction de la SACVL surveille les risques liés aux emprunts bancaires structurés (8% du stock total d'emprunt fin 2016). Pour ce faire, elle a été amenée ces dernières années à réaliser diverses opérations de renégociations et de fixation temporaire de taux.

Une performance opérationnelle et une qualité du parc saines

Le parc de la SACVL est de taille moyenne, avec 7 402 logements au 31 décembre 2016. Il s'agit principalement d'appartements, localisés dans une centaine d'immeubles essentiellement en pleine propriété, avec une certaine concentration puisque les dix principaux immeubles représentent environ 40% des logements de la SACVL.

Le parc devrait légèrement augmenter à moyen terme puisque la SACVL souhaite construire environ 100 nouveaux logements en moyenne par an jusqu'en 2025 (logements sociaux et intermédiaires), avec certains pics tels que 2017 où la SACVL prévoit d'acquérir 350 logements (principalement des logements étudiants). Ceci devrait compenser largement les ventes de logements prévues, limitées à environ 0,5% du parc chaque année. Nous estimons que le faible taux de vacance du parc de logement témoigne de son attractivité. Toutefois, le parc (d'un âge moyen de 48 ans) a fait l'objet de rénovations plus limitées sur la période 2009-2013, et il devrait continuer à nécessiter des opérations de gros entretien et d'amélioration de l'efficacité énergétique ces prochaines années.

Nous considérons que les risques d'impayés sont faibles pour la SACVL, qui perçoit directement certaines allocations logement versées par les Caisses d'allocations familiales (CAF), limitant son exposition au risque locatif et à la situation financière de ses locataires. En ce qui concerne son parc de logement intermédiaire/non conventionné, la SACVL a développé des outils de sélection des locataires intégrant une estimation de leur capacité à honorer les loyers. Nous estimons que, compte tenu de loyers comparativement faibles, les locataires de la SACVL ont une incitation forte à acquitter leur loyer, et nous relevons une faible vacance et peu d'arriérés.

Un profil financier adéquat

Performance financière: une marge opérationnelle saine, mais une exposition aux fluctuations du marché immobilier

La SACVL a enregistré une solide marge opérationnelle (rapportant l'excédent brut d'exploitation (EBE) aux produits de fonctionnement) à 47% entre 2014 et 2016.

Dans le cadre de notre méthodologie de notation, et afin de tenir compte des différences de comptabilisation des dépenses de gros entretien (que les opérateurs peuvent décider de capitaliser), nous ajustons la marge opérationnelle de ces dépenses. En retranchant de l'EBE les dépenses de gros entretien, la marge opérationnelle ajustée est restée élevée à 32% sur la période.

Nous anticipons le maintien d'une performance financière saine et peu volatile d'ici 2018, malgré une croissance limitée attendue des loyers, au vu de nos anticipations d'une inflation faible et des limitations réglementaires encadrant l'augmentation des loyers. Dans notre scénario central, nous estimons ainsi que les produits de fonctionnement vont croître régulièrement d'ici 2018, intégrant les augmentations de loyers conventionnelles et après rénovation, les loyers des nouveaux logements ainsi que l'impact des ventes envisagées de logements (d'une ampleur limitée). Si l'indexation des loyers est décidée chaque année en tenant compte des plafonds réglementaires d'indexation nationaux, nous estimons que la SACVL dispose toutefois d'une certaine flexibilité pour accroître ses loyers à la relocation et à la suite de rénovations, ainsi qu'elle l'a fait ces dernières années. Nous anticipons également une maîtrise des dépenses de gestion, dont les charges de personnel et les achats, ces prochaines années.

Les investissements devraient rester importants à moyen terme du fait des travaux de rénovation du parc et des constructions nouvelles, nécessitant une capacité d'autofinancement élevée pour limiter un accroissement de la dette de la société. Nous estimons toutefois qu'en cas de besoin, la SACVL peut reporter ou ajuster ses dépenses d'investissement.

Nous considérons que la SACVL reste exposée aux fluctuations du marché immobilier, à travers ses locations tertiaires et le financement partiel par des cessions immobilières de son plan de développement à moyen terme.

L'endettement, modéré, devrait décroître légèrement

La SACVL conserve un endettement modéré. Suite à la mobilisation d'un nouveau prêt de 30 millions d'euros en 2016, nous estimons que la dette représentait 18 années d'EBE ajusté fin 2016, avec une couverture restant faible du service de la dette par l'EBE ajusté (0,8 fois). Dans notre scénario central, la dette représenterait 17 fois l'EBE ajusté en moyenne entre 2016 et 2018, et elle diminuerait à compter de 2018 sous l'effet d'importants remboursements d'emprunts entre 2018 et 2020, partiellement par ponction sur les réserves de trésorerie. Les ratios de couverture de la dette devraient rester globalement stables, avec un EBE ajusté représentant en moyenne 0,6 fois le service de la dette entre 2016 et 2018.

La SACVL a démontré sa capacité à rembourser sa dette amortissable et nous jugeons qu'elle serait en mesure de céder des actifs pour rembourser sa dette en cas de besoin, les emprunts faisant l'objet d'hypothèques représentant environ 38% du stock de dette fin 2016.

La dette de la SACVL est intégralement constituée d'emprunts bancaires, dont plus de 80% de la dette est à taux fixe ou fait l'objet de contrats de couverture. Malgré des pics de remboursements d'emprunts significatifs en 2018-2020, nous estimons que la SACVL n'a qu'une exposition limitée au risque de refinancement ces prochaines années. Elle dispose d'importantes réserves de trésorerie, qu'elle peut utiliser en partie pour rembourser ces tombées d'emprunts. La SACVL a par ailleurs contractualisé de nouveaux emprunts offrant une capacité de tirage pluriannuelle, qu'elle pourrait mobiliser afin de refinancer ses pics de remboursement d'emprunts.

Une position de liquidité forte

La SACVL conserve une forte position de trésorerie. Ceci reflète notre estimation de ressources de trésorerie couvrant plus de 1,8 fois ses besoins de trésorerie estimés en 2017. Nous estimons que le ratio devrait diminuer à partir de 2018, puisque la SACVL pourrait utiliser en partie sa trésorerie pour rembourser ses pics de remboursement d'emprunts entre 2018 et 2020.

Dans notre scénario central, nous estimons que la SACVL disposera en 2017 d'environ 150 millions d'euros de ressources de trésorerie, principalement composées de réserves de trésorerie disponibles (pour 80 millions d'euros), de l'autofinancement (21 millions d'euros), de cessions d'actifs (6 millions d'euros), et d'emprunts long terme contractualisés et disponibles (42 millions d'euros). Nous estimons que ces ressources de trésorerie permettront une couverture très élevée des besoins en trésorerie, constitués de dépenses d'investissement (57 millions d'euros, y compris gros entretien) et du service de la dette (27 millions d'euros).

Selon nous, la SACVL conserve un accès « satisfaisant » à la liquidité externe, à travers la contractualisation de prêts bancaires avec divers établissements financiers ces dernières années. Notre scénario central tient compte d'un financement des constructions nouvelles principalement par recours à de nouveaux emprunts. Si la SACVL ne parvenait pas à sécuriser ces nouveaux emprunts, nous nous attendons à ce qu'elle réduise ses investissements à due proportion.

La SACVL reste exposée aux options de change et de taux incorporées dans certains emprunts bancaires structurés. Suite à différentes renégociations avec les banques, cette exposition a été réduite ces dernières années. Cependant, le coût de sortie des trois derniers emprunts structurés restants reste important, à environ 27 millions d'euros à fin décembre 2016, soit 33% de la trésorerie nette estimée de la SACVL à fin 2016. Nous relevons que la SACVL a engagé un contentieux avec la banque ayant octroyé ces trois prêts.

Une politique financière adéquate

Nous considérons que la politique financière de la SACVL est adéquate, avec une transparence forte et un plan stratégique pluriannuel cohérent, qui est régulièrement mis à jour. La direction de la SACVL reste notamment attentive à la capacité d'autofinancement de la société, à son niveau de trésorerie et à sa capacité à faire face à ses pics de remboursements d'emprunts sur la période 2018-2020.

La stratégie de financement actuelle de la SACVL passe par la souscription de nouveaux emprunts bancaires simples, sans produits dérivés associés. Nous comprenons que la direction souhaite maintenir des réserves de trésorerie permettant de faire face aux pics de remboursements d'emprunts de 2018-2020. La trésorerie (estimée à 81 millions d'euros fin 2016, nette des découverts bancaires) est principalement déposée sur des comptes courants (rémunérés) et des comptes à termes, et marginalement investie en OPCVM.

La SACVL a renforcé fortement sa transparence et le contrôle de ses décisions internes depuis 2009, à la demande de la Ville de Lyon. Ceci fait suite à une période de contrôles lâches et d'autonomie très forte de la direction de la SACVL dans sa gestion, ayant conduit notamment à la réalisation d'opérations immobilières non équilibrées financièrement et à la contractualisation de prêts structurés ayant conduit à des pertes importantes et à des risques non maîtrisés.

Une forte probabilité de soutien extraordinaire de la Ville de Lyon en cas de besoin

Nous considérons la SACVL comme une entité liée à la Ville de Lyon (AA/Stable/A-1+), et nous utilisons notre méthodologie spécifique (Rating Government-Related Entities : Methodology and Assumptions, publiée le 25 mars 2015), afin d'estimer la probabilité de soutien extraordinaire de la Ville à la SACVL en cas de besoin. Nous considérons le soutien extraordinaire comme celui pouvant être fourni, au-delà des contrôles et des dispositifs de soutien financier systémiques existant généralement pour les organismes français de logement social. Ces éléments systémiques sont intégrés dans notre analyse de la qualité de crédit intrinsèque de la SACVL.

La combinaison de notre appréciation d'un rôle important de la SACVL pour la Ville de Lyon, ainsi la force et la permanence des liens entre les deux entités que nous jugeons très fortes, selon notre cadre méthodologique, nous conduit à estimer la probabilité de soutien extraordinaire de la Ville comme forte. Par ailleurs, et de manière générale, nous n'estimons pas que la propension de la Ville à soutenir ses entités liées et dépendantes soit sujette à caution.

Dans le cadre de notre approche méthodologique, ceci conduit à une notation de 'A', soit deux crans au-dessus de notre estimation de la qualité de crédit intrinsèque de la SACVL, que nous estimons à 'bbb+'.

Nous estimons que la force et la permanence des liens unissant la SACVL et la Ville restent très fortes

Nous estimons que la force et la permanence des liens unissant la SACVL et la Ville restent très fortes, selon notre cadre méthodologique. Ceci intègre la détention majoritaire de la société par la Ville, son suivi et les contrôles qu'elle opère sur la SACVL et l'historique de soutien financier en cas de besoin, par exemple en 2009 par une avance de trésorerie de 15 millions d'euros.

Créée en 1954 à l'initiative de la Ville de Lyon sous un statut de société anonyme d'économie mixte (SAEM), la SACVL est détenue à 76,9% par la Ville de Lyon (aux côtés notamment de banques et d'institutions de logement social), qui nomme la majorité des membres de son Conseil d'administration et qui participe au choix de son directeur général.

La Ville a été amenée à renforcer son suivi et ses contrôles sur la SACVL à partir de 2009 après d'importantes pertes financières enregistrées par la société, tenant à l'importance des emprunts structurés et à une gestion très autonome. La situation financière de la SACVL fait l'objet d'échanges avec les élus et l'administration municipale. Nous comprenons par ailleurs que la Ville entretient des contacts avec la direction de la SACVL, bien qu'elle ne soit pas impliquée dans la gestion quotidienne de la société. Nous considérons ainsi que la Ville serait informée en temps opportun en cas de besoin de soutien financier.

La Ville a été amenée à octroyer un soutien financier extraordinaire significatif à la SACVL en 2009, sous la forme une avance de trésorerie exceptionnelle de 15 millions d'euros (qui a été intégralement remboursée en 2010 et 2011), et la Ville a également autorisée à cette période la SACVL à céder une partie de son parc locatif dans le cadre d'une importante opération de restructuration d'une partie de sa dette structurée. Nous comprenons que la Ville a alors décidé d'intervenir financièrement à la fois pour soutenir la SACVL et également pour protéger sa propre réputation vis-à-vis des prêteurs, dans l'esprit desquels elle apparaît très directement associée à la SACVL.

Nous estimons également que la force et la permanence des liens unissant la Ville à la SACVL sont très fortes, puisque

nous considérons qu'un défaut de la SACVL pourrait avoir certaines répercussions sur la propension des prêteurs à octroyer des financements à la Ville et à ses satellites, ou à des conditions financières dégradées. Nous considérons que les prêteurs associent la SACVL à la Ville, notamment du fait des garanties d'emprunts importantes que cette dernière a octroyé au titre des opérations de logement social de la SACVL.

Nous comprenons enfin que la Ville ne souhaite pas réduire sa participation dans la SACVL à moyen terme.

Un rôle important pour la Ville

Nous considérons que la SACVL remplit toujours un rôle important pour la Ville de Lyon, du fait notamment de sa mission d'opérateur de logement social et intermédiaire.

Outre le logement social, la SACVL est active dans le secteur du logement intermédiaire, que la Ville considère important car permettant de contenir la hausse des loyers de marché et favorisant la mixité sociale à Lyon, à une échelle toutefois relativement modeste au regard du parc total de la SACVL (7 402 logements au 31 décembre 2016). La SACVL est également présente dans le secteur locatif tertiaire (bureaux et locaux d'activité – dont une partie est louée à des organismes publics).

Les problèmes financiers de la SACVL en 2009/2010 ont fait l'objet d'une forte attention médiatique et politique, expliquant également l'importance accordée par la Ville au redressement et au suivi de la situation financière de la SACVL.

Nous considérons que le cadre légal et réglementaire permet à la Ville d'intervenir rapidement en soutien à la SACVL en cas de besoin, notamment à travers des avances exceptionnelles (comme elle l'a fait en 2009). Nous relevons que la Ville octroie régulièrement des garanties aux emprunts bancaires de la SACVL au titre de ses projets de logements sociaux, pour un montant dépassant 50% de l'encours de dette totale de la SACVL à fin 2016. Nous considérons que l'absence de demande de remontée de dividendes par la Ville constitue également une forme de soutien financier ordinaire et récurrent à la SACVL.

Tableau 1

Synthèse de la notation de la SACVL	
Qualité de crédit intrinsèque	bbb+
Profil opérationnel	Fort
Profil financier	Adéquat
Entité de rattachement	Ville de Lyon
Notation de l'entité de rattachement	AA/Stable/A-1+
Rôle	Important
Lien	Très fort
Probabilité de soutien extraordinaire	Forte
Notation de la SACVL	A/Stable/--

Tableau 2

SACVL - Statistiques financières					
(millions d'euros)	2014	2015	2016e	2017p	2018p
Excédent brut d'exploitation (retraité)	29,2	29,1	28,8	29,0	29,5
Charges d'intérêt	13,7	12,3	12,5	13,1	13,7

Tableau 2

SACVL - Statistiques financières (cont.)					
(millions d'euros)	2014	2015	2016e	2017p	2018p
Excédent brut d'exploitation (retraité, ajusté des dépenses de gros entretien)	19,5	21,2	19,1	19,1	19,6
Dette financière au 31/12	322	319	344	360	329
Trésorerie au 31/12	72	72	83	61	32
EBE ajusté / recettes d'exploitation (%)	31%	34%	32%	31%	31%
Dette/EBE ajusté (x)	16,5	15,1	18,0	18,8	16,8
EBE ajusté / service de la dette ajusté (x)	0,8	0,9	0,8	0,7	0,4

Sources: comptes 2014-2015 retraités par S&P Global Ratings; e: estimations S&P Global Ratings pour 2016; p: projections S&P Global Ratings pour 2017-2018 (scénario central)

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 COMMERCIALISABILITÉ, 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 © 2016 Standard & Poor's Financial Services LLC. Tous droits réservés.