

# Société Nationale Immobilière (SNI)

## Rapport de notation

### Notes

#### Devises

Note Défaut Emetteur (IDR) AA-  
IDR Court terme F1+

#### Monnaie Locale

IDR Long terme AA-

#### Perspectives

IDR Long terme Devises Stable  
IDR Long terme Monnaie Stable  
Locale

### Données financières résumées

#### SNI – Comptes consolidés

	31 Dec 14	31 Dec 13
Recettes d'exploitation (EURm)	484,5	479,6
Recettes publiques (EURm)	0	0
Résultat d'exploitation après recettes publiques (EURm)	218,7	219,2
Total dette (EURm)	3 902,3	3 749,9
Total actif (EURm)	6 648,2	6 120,6
Capitaux propres et réserves (EURm)	1 374,9	1 392,3
EBITDA/ Recettes d'exploitation (y compris recettes publiques) (%)	67,0	67,4
Rentabilité des actifs (%)	1,7	2,3
Rentabilité des capitaux investis (%)	8,3	10,0
Dette totale / EBITDA (%)	11,1	10,6

Source: Emetteur, Fitch

### Fondamentaux des notes

**Relèvement des notes :** Le relèvement des notes de la SNI reflète le contrôle accru exercé par son actionnaire et mandant (*sponsor*), la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC ; AA/Stable/F1+). Il traduit également le rôle stratégique plus important que joue la SNI pour l'Etat français (AA/Stable/F1+) dans le cadre du programme de relance pour le logement intermédiaire. Fitch note la SNI selon une approche descendante conformément à sa méthodologie de notation des entités du secteur public. Fitch applique une différence d'un cran avec la note dudit *sponsor*.

**Un contrôle strict par la CDC :** La mise en transparence de la SNI dans le modèle prudentiel de la CDC implique un étroit contrôle par cette dernière. Ce contrôle se traduit par un *reporting* détaillé de la SNI auprès de la CDC. Depuis 2014, le lien avec la CDC a également été renforcé par l'intermédiaire de la présidence du conseil de surveillance par le directeur général de la CDC.

**Une large intégration dans la CDC :** La SNI est une société d'économie mixte, détenue à 99,99% par la CDC. Les programmes de logements sociaux et intermédiaires s'inscrivent dans le plan stratégique de la CDC. Chaque année, une lettre d'objectifs est adressée à la SNI par le directeur général de la CDC, fixant les objectifs stratégiques et financiers à atteindre.

**Un rôle stratégique :** Filiale immobilière d'intérêt général de la CDC, la SNI est le premier bailleur social de France. Sur la période 2015-2019, 62 000 logements doivent être mis en production, dont 13 000 dans le cadre du plan de relance de l'Etat. En 2014, la SNI a créé le premier fonds de logement intermédiaire (FLI).

**Un fort soutien financier:** La CDC reçoit des dividendes de la SNI. En 2013 et 2014, elle a décidé de renoncer au versement de dividendes par la SNI (soit 150 millions d'euros) et de minorer le taux de distribution par la suite. Dans le cadre du plan d'investissement de la SNI, le soutien de la CDC se traduira par un apport en capitaux propres de 900 millions d'euros. Fitch estime qu'en cas de besoin, la CDC aurait les moyens de renforcer ses mesures de soutien envers la SNI.

**De bonnes performances budgétaires :** Fitch estime que le résultat net du pôle consolidé et la capacité d'autofinancement devraient se maintenir à un niveau confortable d'environ 90 et 200 millions d'euros respectivement en 2018. A fin 2014, le pôle consolidé de la SNI a continué à afficher de bonnes performances financières avec un ratio de couverture des intérêts (résultat d'exploitation sur charges financières) de 1,62. A fin 2014, le résultat net du pôle consolidé de la SNI s'établissait à 113,7 millions d'euros contre 273,8 millions d'euros pour le groupe SNI.

**Une dette élevée :** La SNI estime pouvoir être en mesure de respecter les objectifs en matière de *gearing* (dette nette sur capitaux propres) fixés par la CDC pour 2018 (inférieur à 2) avec une dette nette de 2,6 milliards d'euros. A fin 2014, la dette nette du pôle consolidé de la SNI est restée relativement stable à 2,9 milliards d'euros avec un *gearing* de 1,7. Ce haut niveau d'endettement est en partie compensé par un ratio prêt / valeur (*Loan-to-value*) de 44 % à fin 2014. Concernant sa liquidité, la SNI bénéficie de flux de trésorerie prévisibles, du fait du caractère récurrent de ses activités locatives principalement liées au secteur public.

### Facteurs susceptibles de modifier les notes

**Affaiblissement du soutien de l'Etat :** Toute action sur les notes de la CDC devrait être répercutée sur celles de la SNI. Un affaiblissement du soutien institutionnel et financier accordé par l'Etat au secteur du logement – que Fitch ne considère pas comme étant d'actualité – pourrait justifier un abaissement des notes de la SNI.

### Rapports associés

Caisse Des Depots et Consignations (septembre 2013)

### Analystes

Arnaud Dura  
+33 4 44 29 91 79  
[arnaud.dura@fitchratings.com](mailto:arnaud.dura@fitchratings.com)

Christophe Parisot  
+33 1 44 29 91 34  
[mailto:christophe.parisot@fitchratings.com](mailto:mailto:christophe.parisot@fitchratings.com)

**Historique des Notes**

Date	Note de défaut émetteur à long terme en devises et monnaie locale	Note de défaut émetteur à court terme
18 décembre 2014	A+	F1
17 juillet 2013	AA-	F1+
4 juillet 2012	AA	F1+

**La SNI est une entité liée au secteur public**

Premier bailleur social français avec 271 316 logements gérés (nombre stable par rapport à 2013) et 1 million de personnes logées, le groupe Société Nationale Immobilière (SNI) est une filiale immobilière d'intérêt général de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC ; AA/Stable/F1+).

Le groupe SNI est constitué de deux grands ensembles qui coexistent mais ne sont pas consolidables entre eux :

- Le pôle consolidé SNI (consolidé dans le groupe CDC) comprend la SNI (incluant les cinq établissements régionaux) et ses filiales privées. Dédié au logement intermédiaire locatif, il représente 31,7% (85 930 logements) du parc total du groupe et est réservé essentiellement au personnel du secteur public ;
- Le pôle logement social (non consolidé dans les comptes de la SNI et de la CDC), comprend les entreprises sociales pour l'habitat (ESH) en province, EFIDIS et OSICA en région parisienne ; il représente 68,3% (185 386 logements) du parc total. Les ESH sont des sociétés anonymes classiques dont la SNI détient une part du capital comprise entre 51 % et 70 %. Ce pôle suit les règles propres à la réglementation des HLM.

Fitch note uniquement le pôle consolidé SNI incluant l'entité SNI, Sainte-Barbe, S2AI et Caserts qui sont consolidées en intégration globale, tandis qu'ADOMA et le Fonds Logement Intermédiaire (FLI) sont mis en équivalence.

**Principaux facteurs de notation**

**Résumé**

	Statut juridique	Importance stratégique	Contrôle et surveillance exercés par l'Etat Français	Intégration au sein de l'Etat Français
Facteurs de notation	Modéré	Modéré	Modéré	Modéré

**Statut juridique**

Fitch considère que le statut juridique de la SNI est modérément favorable à sa qualité de crédit, ainsi que pour celle de ses filiales du pôle SNI.

La SNI est une société d'économie mixte nationale (créée par décret), détenue depuis 2004 à 99,99 % par la CDC, qui exerce sur elle un contrôle exclusif. Le 0,01 % restant est détenu par ICADE, qui est elle-même une filiale de la CDC.

Même s'il n'existe aucun accord susceptible de remettre en cause le contrôle exclusif de la CDC sur la SNI, une modification de la structure actionnariale est toujours possible. Néanmoins, si cela devait se produire – ce que Fitch considère comme peu probable pour l'instant – CDC conserverait probablement le contrôle majoritaire de la SNI, qui est pour elle une filiale stratégique. Le plan financier à moyen terme de la SNI, validé par la CDC, est construit sur l'hypothèse que la CDC demeure l'actionnaire majoritaire de la SNI.

**Importance stratégique**

Fitch considère que l'importance stratégique de la SNI est un élément modérément favorable à sa qualité de crédit.

Filiale immobilière d'intérêt général de la CDC, le groupe SNI a pour rôle principal de construire, gérer et vendre des logements sociaux et intermédiaires dans l'ensemble de la France. Sur la

- Un statut de société d'économie mixte
- La CDC, actionnaire à 99,99%
- Un rôle et une place majeurs dans le logement social et le logement intermédiaire en France
- Environ 70% des locataires de la SNI sont des agents du secteur public

**Méthodologies applicables**

[Tax Supported Rating Criteria \(Août 2012\)](#)  
[Critères de notation des entités du secteur public \(Mars 2015\)](#)

période 2015-2019, 62 000 logements sont prévus en production dont 13 000 dans le cadre de la participation de l'Etat au plan de relance du logement. (Le Fonds de logement intermédiaire représente 6 000 logement du plan de relance de l'Etat, 13 000 dans le cadre du plan de relance de l'Etat et 13 000 dans le plan de relance de la CDC) ;

En février 2010, le rôle public de la SNI avait été renforcé par un accord cadre relatif aux engagements d'utilité sociale signé avec l'État, qui réaffirme la mission stratégique d'intérêt public de la SNI et son engagement d'offrir et gérer des logements sociaux et du logement intermédiaire pour le compte de l'État et d'autres organismes publics.

Par ailleurs, le rôle de la SNI dans le développement d'un partenariat de logement avec l'État et les collectivités locales s'inscrit également dans le cadre des programmes nationaux de rénovation urbaine. La plupart des filiales de la SNI ont signé des accords avec l'Agence nationale de rénovation urbaine (ANRU), dont près de 80% concernent la région parisienne. De 2004 à 2012, le Groupe a signé 104 conventions de partenariat avec l'ANRU et a engagé plus de 1,7 milliard d'euros pour soutenir et réaliser ces programmes.

Enfin, afin de faciliter l'accès au crédit par les accédants, la SNI a un dispositif de garantie de rachat et de relogement analogue à celui de l'accession sociale et vise à sécuriser davantage l'accès à la propriété et le parcours résidentiel.

### Intégration au sein de la CDC

Fitch considère que l'intégration de la SNI dans les comptes de son mandant (*sponsor*), la CDC, est un élément modérément favorable pour sa notation.

Illustration 1

### Ratios financiers

	Objectif	2014	Budget 2015	Plan Moyen Long terme 2024
Résultat net hors prise en compte des instruments de couverture	Minimum de 115 millions d'euros	130 millions d'euros	104,4 millions d'euros	102,7 millions d'euros
Gearing (hors prise en compte des swaps)	Inférieur à 2	1,7	1,7	1,3
PVC/RAI (hors effet swaps)	Inférieur à 60 %	55,0 %	60,8 %	40,7 %
Loan to value	Inférieur à 46 %	44,0 %	46,0 %	37,0 %
ROE (hors prise en compte des swaps)	Minimum de 7 %	9,0 %	6,9 %	4,9 %
Rendement global pour la CDC	Minimum 13,2 %	17,2 %	16,4 %	15,2 %

Source: Emetteur, Fitch

Les comptes du pôle consolidé SNI sont intégralement consolidés par intégration globale avec les comptes de la CDC.

Les programmes de logements sociaux et intermédiaires menés par le groupe SNI s'inscrivent dans le plan stratégique à moyen terme de la CDC.

Les liens entre le groupe SNI et la CDC en matière d'orientations stratégiques, de gouvernance et d'objectifs financiers se traduisent par une lettre d'objectifs annuelle adressée au groupe SNI par le directeur général de la CDC. Pour 2015, la CDC a fixé des objectifs financiers à la SNI sur la base d'un budget *stand alone* (voir ci-dessous Illustration 2 – Ratios financiers).

Le groupe SNI distribue des dividendes à son actionnaire, la CDC. Conformément aux accords de partage de résultat net entre la CDC et ses filiales, le groupe SNI doit verser à la CDC 50%

des résultats nets constatés dans ses comptes consolidés. Néanmoins, de 2014 à 2017 (comme cela a été le cas lors du plan de relance 2009), CDC a décidé de renoncer au versement de dividendes par la SNI et de diminuer le taux de distribution par la suite. Fitch estime que ceci illustre l'engagement de soutien de la CDC envers la SNI.

### Contrôle et supervision

Fitch considère que le contrôle et la surveillance par le *sponsor* de la SNI sont des éléments modérément favorables pour sa notation.

#### *Relation avec la CDC*

Le groupe SNI est contrôlé par la CDC à travers un dispositif de gouvernance qui a été renforcé en 2013 par la mise en transparence du groupe SNI dans le modèle prudentiel de la CDC (conformément à la demande de l'autorité de contrôle prudentiel). Ceci implique un *reporting* d'informations détaillées du groupe SNI auprès de la CDC qui se décline de manière trimestrielle pour les informations relatives à la dette et la liquidité.

Par ailleurs, les objectifs financiers fixés dans la lettre d'objectifs (voir ci-dessus 'Intégration au sein de la CDC') font l'objet d'un point spécifique avec les équipes de la CDC à mi-année et d'un suivi trimestriel régulier, s'appuyant sur le *reporting* du groupe SNI.

La CDC intervient dans les décisions d'investissement du groupe SNI au-delà de certains seuils : les décisions supérieures à 19 millions d'euros nécessitent l'accord du Conseil de surveillance et celles supérieures à 50 millions d'euros l'accord préalable du comité d'engagement de la CDC ; des plans de pilotage annuels et à moyen terme sont définis conjointement avec la CDC, ainsi que le contrôle et le pilotage des résultats et d'indicateurs financiers.

En tant que filiale de la CDC, le groupe SNI est soumis à des contrôles approfondis de la part de l'État, réalisés par la Cour des comptes, l'organe de contrôle des comptes publics nationaux. Ses activités de logement social sont auditées régulièrement par l'ANCOLS qui vérifie que les aides, les prêts et les autres avantages accordés par l'État sont utilisés conformément à leur objet. Au cours de ces vérifications, l'ANCOLS s'intéresse également à l'ensemble de l'activité de la SNI et examine les aspects administratifs, techniques, sociaux, comptables et financiers.

#### *Gouvernance et gestion*

La gouvernance de la SNI reflète les liens étroits qu'elle entretient avec son mandant/actionnaire.

Depuis 2014, le directeur général (DG) de la CDC, M. Pierre-René Lemas, préside le conseil de surveillance. Fitch estime que ceci renforce le lien de la SNI avec son *sponsor*, la CDC. Par ailleurs, le président du directoire nommé par le DG de la CDC, M. André Yché, est membre du comité de direction de la CDC depuis 2004.

Pour préparer ses décisions, le conseil de surveillance est assisté de cinq comités spécialisés relatifs, notamment, aux aspects économiques et financiers de l'activité de la SNI. En outre, des comités métiers ad hoc rassemblent des représentants des principales filiales afin de partager les bonnes pratiques, examiner les questions techniques et mener des études comparatives en matière de pratiques et de résultats de gestion.

La gestion courante, notamment les décisions opérationnelles, stratégiques et financières, est assurée par un comité exécutif composé de plusieurs directeurs et dont font partie tous les membres du directoire.

Le groupe SNI dispose d'une cartographie qui évalue les risques identifiés. Selon les actions et les contrôles mis en œuvre, il est ensuite attribué une note relative au risque net. Au regard de

cette cartographie, Fitch estime que le groupe SNI n'est pas exposé à des risques majeurs.

Enfin, le groupe SNI dispose de programmes d'audit et a lancé une réforme de ses procédures dans une perspective d'actualisation et d'harmonisation. Fitch estime que ces mesures ont vocation à soutenir la qualité des notes de la SNI.

### Evaluation du lien de dépendance envers son *sponsor*

Compte tenu des facteurs de notation susmentionnés, la SNI est classée par Fitch comme entité du secteur public dépendante (PSE) dans le cadre de sa méthodologie de notation des entités du secteur public. Ceci est attribuable à l'importance stratégique de la SNI, à son intégration dans les comptes de son *sponsor*, au contrôle et à la surveillance exercée par ce dernier et, dans une moindre mesure, au statut de la SNI. En conséquence, les notes de la SNI sont liées à celles de son *sponsor* (la CDC) avec une différence de un cran par rapport à elles.

### Activités opérationnelles de la SNI

#### Logements locatifs sociaux et intermédiaires : une part importante de l'activité du groupe

Le groupe SNI est le premier bailleur social de France. En 2014, il gérait 271 316 logements dont 267 914 en propre et le solde pour le compte de tiers. Ce parc comprend principalement des logements sociaux (185 386 logements) et intermédiaires (85 930 logements).

Près de 70 % des locataires de la SNI sont issus du secteur public. Les deux tiers de son parc de logements sont réservés au personnel des ministères de la Défense (qui représente à lui seul 48% du total des contrats de location de la SNI), de la Justice, de la Santé et de l'Éducation et, plus récemment, aux employés d'Électricité de France (EDF - notée 'A+'/'Négative'/'F1'), la société de production et de distribution électrique détenue à 84,5 % par l'État. Les locataires du secteur privé représentent près de 30% du total des contrats de location de la SNI.

Les résidents du secteur public sont logés dans le parc de la SNI, dans le cadre ou non d'une convention de réservation de logements (68 % du parc total de la SNI). 80% des conventions de réservation de logements sont à long terme et ont une durée supérieure à cinq ans. Fitch considère que cela constitue une garantie solide contre les variations cycliques du marché locatif et des prix de l'immobilier. La durée habituelle des baux locatifs conclus avec des tiers est de trois, six ou neuf ans et ils sont renouvelables.

La construction de nouveaux logements sociaux est financée par une combinaison de prêts spéciaux de la CDC, de ressources propres des organismes de logement social (OLS), de subventions attribuées par les régions ou les collectivités locales, ainsi que par les entreprises au travers du «1 % logement» et par l'État. Les nouvelles constructions de logements sociaux bénéficient d'un taux de TVA réduit (5,5% en 2014 au lieu du taux normal de 20 %).

Le logement intermédiaire (nouveau régime) bénéficie d'un taux de TVA réduit de 10% et d'une exonération de taxe foncière pendant 20 ans ; il est également éligible aux prêts sur fonds d'épargne de la CDC.

Ainsi, la CDC propose la plupart des prêts à long terme dédiés, offerts à des conditions généralement inférieures à celles du marché et financés par des comptes d'épargne spéciaux, exonérés d'impôts. Les OLS ne sont pas obligés d'emprunter exclusivement auprès de la CDC ; ils peuvent s'adresser à des banques privées quand les taux du marché sont plus favorables que les taux réglementés ou, très rarement, aux marchés de capitaux. Les salariés participent également par le biais d'une contribution dite « 1 % logement » et, en échange, un certain pourcentage du parc social leur est réservé.

Par ailleurs, le soutien de la CDC passe également par sa politique d'actionnaire en ce qui

concerne le versement des dividendes (voir 'Intégration dans la CDC').

#### *Logement social*

Le logement social correspond à des logements à faible loyer ou d'autres types de logement aidé. Cette activité est gérée par l'intermédiaire de ses deux filiales EFIDIS (détenue à 64,6 %) et OSICA (détenue à 60 %) et des onze ESH en région.

Le groupe SNI se décrit comme un opérateur global de l'immobilier, adossant 13 ESH à une foncière intermédiaire qui sécurise leur potentiel financier grâce à la récurrence de ses résultats.

EFIDIS et OSICA gèrent près de 106 000 logements sociaux en Île-de-France ('AA'/Stable/F1+'), mais les biens détenus et gérés par l'ensemble du groupe sont largement répartis dans le reste du pays (80 000 logements dans les ESH en région). Fitch estime que cela garantit à la SNI une connaissance fine des besoins spécifiques de chaque territoire en matière de logement.

Le groupe SNI détient désormais une participation de 57 % dans ADOMA (contre 43 % en 2014), spécialiste du logement très social. En décembre 2014, les actionnaires ont annoncé leur intention de confier la majorité du capital d'Adoma à la SNI. Cette décision a été mise en œuvre en juin 2015 à l'issue d'une augmentation de capital de 49 millions d'euros.

#### *Logement intermédiaire*

Le logement intermédiaire – destiné à des clients à revenus modérés en zone urbaine - est gérée par cinq établissements régionaux (SNI Ile-de-France, SNI Sud-Est, SNI Nord-Est, SNI Sud-Ouest et SNI Grand Ouest), la société Sainte Barbe et, dans une moindre mesure, deux SCI, S2AI et Caserts.

En 2014, afin de relancer la construction et l'activité, la SNI a créé le premier FLI, dont elle assure la gestion par le biais de sa filiale AMPERE gestion (détenue à 19,17% par la SNI après le second *closing* réalisé le 29 juin 2015, portant la levée de fonds propres de 500 millions d'euros à 1,045 milliard d'euros et la capacité d'investissement à près de 10 000 logements.

Par ailleurs, la SNI a poursuivi son action de désengagement de l'immobilier de bureaux en cédant son parc à la RIVP. Cette opération s'est traduite par une diminution des actifs immobiliers de 48,5 millions d'euros et un transfert des emprunts à hauteur de 41,4 millions d'euros. L'objectif de la SNI est de se concentrer sur le logement social et intermédiaire.

#### **Diversification des activités**

Parallèlement à sa mission d'intérêt général, et afin de consolider ses activités, le groupe SNI a développé une stratégie de société foncière consistant à opérer une rotation lente de ses actifs pour financer le développement de ses activités locatives. La priorité est donnée aux zones dans lesquelles la demande de logements est supérieure à l'offre, c'est-à-dire dans les pôles métropolitains. Le développement de l'offre y est plus rentable car la vigueur de la demande y soutient la valeur de l'immobilier.

Le groupe SNI agit en tant que maître d'ouvrage ou bien acquiert en VEFA. Actuellement, cette activité concerne principalement le protocole 'Losange' (qui représente environ 3 000 logements) signé avec EDF qui encadre la construction et la gestion de logements à proximité des centrales nucléaires ou hydrauliques de l'opérateur. Le groupe SNI en assure l'investissement, la gestion et l'exploitation (pour un bail ferme de 12 ans donné à EDF), la construction étant confiée à Bouygues Immobilier.

Afin de financer son développement tout en maintenant son résultat, le groupe SNI compte procéder à des cessions d'actifs dont les plus-values sont plafonnées par la CDC à 60% du résultat (avant impôt sur les sociétés). Fitch considère que le groupe SNI dispose d'un potentiel

de plus-values élevé. La majorité des cessions est réalisée avec d'autres bailleurs, tandis que la vente aux particuliers ne représente que le quart des cessions, à l'inverse de ce qui se pratique généralement dans le secteur. En 2014, le montant de la vente des immeubles cédés s'est élevé à 172 millions d'euros pour une valeur nette comptable de 67 millions d'euros.

Enfin, le groupe SNI propose des prestations en matière d'externalisation de patrimoine immobilier. Ainsi, les collectivités locales peuvent confier au groupe leur patrimoine immobilier par l'intermédiaire d'un bail de longue durée.

### Cadre budgétaire et comptable

Le groupe SNI présente des comptes consolidés IFRS en conformité avec les normes et interprétations comptables internationales édictées par l'IASB.

Au niveau du logement intermédiaire, le pôle consolidé SNI présente des comptes audités qui comprennent les comptes des cinq établissements régionaux (68 695 logements) de la SNI, les sociétés Sainte Barbe, S2AI, Caserts et le FLI.

Au niveau du pôle logement social, les filiales ESH ne relèvent pas des mêmes réglementations (Code du commerce pour le logement intermédiaire de la SNI et code de la construction et de l'habitation pour les activités de logement social, les ESH relevant des deux à la fois). Les ESH ont leurs propres organes de gouvernance et conseils d'administration. De par leur statut, les ESH ne distribuent qu'une faible part de leur résultat net sous forme de dividende à la SNI ; l'essentiel de leurs résultats est mis en réserve pour financer la maintenance de leurs biens ou leur développement. De plus, les ESH ne sont pas assujetties à l'impôt sur les sociétés.

Dans l'analyse présentée ci-dessous, Fitch considère uniquement la SNI dans son périmètre consolidé (pôle consolidé SNI), car le pôle logement social ne devrait pas affecter les comptes du groupe SNI. En effet, les produits et les dépenses du logement social sont cantonnés au périmètre des ESH de province, d'EFIDIS et d'OSICA.

### Analyse financière et perspectives

#### Exploitation

A fin 2014, compte tenu de la stabilité du parc de logement, le total cumulé des produits locatifs pro-forma du groupe SNI n'a augmenté que de 0,8 % pour atteindre 1 369,7 millions d'euros en 2014 (contre 1 359,2 millions d'euros en 2013), dont 37,7 % provenant du pôle consolidé SNI (noté par Fitch), le solde (853,6 millions d'euros) étant porté par les ESH.

Au niveau du seul pôle consolidé, en dépit du niveau plus modéré des plus-values de cession et de la marge de promotion, l'excédent brut opérationnel courant est resté à un niveau confortable de 305,9 millions d'euros contre 308,3 millions en 2013. Ce résultat d'exploitation a permis de maintenir un *interest cover ratio* (ICR ; résultat d'exploitation sur frais financier) de 1,62 (contre 1,68 en 2013).

A fin 2014, le résultat net du groupe a légèrement reculé à 273,8 millions d'euros dont 113,7 millions d'euros pour le pôle consolidé contre, respectivement, 306,6 millions et 139,7 millions d'euros en 2013. Ce résultat a notamment été affecté par l'évaluation de la juste valeur des dérivés liée à l'évolution des taux et de l'inflation.

#### Investissements

En 2014, les investissements ont été relativement élevés – tant en développement qu'en travaux sur le parc existant – avec un total d'investissements nets de subventions de 1 128,5 millions d'euros contre 762,1 millions en 2013.

Au terme du premier *closing* du FLI, ce dernier disposait d'engagements pour un montant total

de 515 millions d'euros en capitaux propres, correspondant à une capacité d'investissement de 860 millions d'euros et une production de 5 000 logements.

L'année 2015 sera marquée par une forte activité avec la montée en puissance du FLI et le lancement des dernières opérations EDF. En complément du FLI, le groupe SNI va accélérer le rythme de sa production de logements intermédiaires avec la construction de plus de 25 000 logements dans les cinq prochaines années : 12 000 pour le volet plan de relance de la CDC, accompagné d'une augmentation de capital, et 13 000 pour le volet plan de relance de l'Etat.

En effet, en 2015 la SNI et Ampère Gestion ont remporté l'appel d'offres pour la gestion et l'investissement du « fonds Etat » de logements intermédiaires (SLI). Les fonds propres apportés seront de 1 milliard d'euros.

Illustration 2

### Investissements du Groupe Sni (Pôle consolidé et ESH)

(Mio EUR)	2012	2013	2014
Investissements nets de subventions	982,8	762,1	1 128,5
Cahs flow bruts	253,8	293,4	251,5
<b>Taux d'effort global (cash-flow brut / Investissement nets de subventions)</b>	<b>25,8</b>	<b>38,5</b>	<b>22,3</b>

Source: Fitch, Emetteur

### Plan à moyen-long terme

D'ici 2020, la capacité d'autofinancement du pôle consolidé devrait atteindre environ 194 millions d'euros et permettre le remboursement en capital des emprunts (173 millions d'euros). L'autofinancement net devrait être en partie soutenu par la trésorerie issue des cessions. Par ailleurs, Fitch estime qu'en cas de besoin la CDC serait en mesure de renforcer son dispositif de soutien envers le groupe SNI. Ce soutien s'illustrerait notamment par un apport en capitaux propres de 900 millions d'euros.

Fitch estime que l'activité principale de la SNI lui permet de compter sur des flux de trésorerie stables ; par ailleurs, la demande de logement social et intermédiaire devrait soutenir les résultats d'exploitation de la société.

## Dette et liquidité

### Dette

À fin 2014, la dette du pôle consolidé est restée relativement stable par rapport à 2013 pour atteindre 3,7 milliards d'euros (contre 3,5 milliards d'euros à fin 2013). La dette nette (2,9 milliards d'euros) n'a progressé que de 0,2 milliard d'euros, le préfinancement des opérations lancées en 2014 étant compensé par un niveau de trésorerie élevé.

Comme pour d'autres sociétés immobilières, le pôle consolidé affiche un ratio d'endettement élevé mais stable, avec un *gearing* (dette nette / capitaux propres hors prise en compte des *swaps*) de 1,7 à fin 2014 (2013 : 1,8) et une dette nette qui représente 5,6 fois les produits nets (loyers nets plus revenus des autres activités ; 5,3 en 2013). Fitch estime que la situation d'endettement est à pondérer par la valeur des actifs immobilisés avec un ratio '*loan to value*' stable de 44 % à fin 2014 (43 % à fin 2013).

À fin 2014, la dette du pôle consolidé était principalement indexée sur des taux variables (47%), puis sur des taux fixes (34%) et sur le taux du Livret A (19%). Les prêts indexés sur le Livret A, pierre angulaire du financement du logement social en France, permettent de proposer des financements à long terme à des taux préférentiels. Les risques de taux d'intérêt sont correctement couverts par des *swaps*. Le taux moyen de la dette est relativement faible et en diminution, atteignant 3,50 % à fin 2014 contre 3,80 % en 2013.

A fin 2014, 18,2% de la dette était portée par la CDC et 29,7% était de la dette obligataire. En 2014, pour le pôle consolidé, 390 millions d'euros de financements ont été levés sous la forme



de placements privés de type *Namensschuldverschreibung* (NSV), 17 millions sous la forme d'emprunts bancaires et 43 millions sous la forme d'emprunts conventionnés ou collecteurs. A moyen terme, l'objectif du groupe SNI est de diversifier sa dette et de porter à 70 % la part levée sur les marchés financiers.

Avec une durée moyenne résiduelle de la dette de 11 ans et 3 mois, le pôle consolidé a peu d'échéances à court terme : à fin 2014, seulement 6,2% de la dette était à moins d'un an. Bien que la SNI n'ait pas mis en place un provisionnement comptable de l'emprunt obligataire, elle a prévu un 'cantonnement' du montant sur la base d'une simulation d'emprunt à 25 ans.

A fin 2014, 57,6 % de la dette bénéficiait d'une clause de réserve de propriété (*ownership*) de la CDC. Par conséquent, une diminution de la part actionnariale de la CDC sous les 50 % rendrait cette dette exigible. Fitch estime que ceci renforce le lien de la SNI avec son *sponsor*. Seul 19,2 % de la dette était non garanti.

### Liquidité

Fitch considère que la position de liquidité du pôle consolidé est solide car elle bénéficie de flux de trésorerie abondants et prévisibles, du fait du caractère récurrent de ses activités locatives.

Compte tenu de la levée des financements attendue, l'encours moyen de trésorerie s'est établi à un niveau élevé de 899 millions d'euros pour le pôle consolidé après déduction de la position passive au titre de la convention de trésorerie du groupe.

Les principaux besoins de trésorerie dans les prochaines années seront liés au programme intensif de dépenses d'investissement et au remboursement de la dette.

Même si le groupe SNI ne bénéficie pas d'un dispositif de centralisation de ses flux de trésorerie avec la CDC, il dispose de lignes de crédit confirmées auprès de sept banques, pour un total de 245 millions d'euros.

En 2014, le groupe SNI estimait qu'environ 60 % de ses placements offraient des possibilités de sortie sans pénalité. Fitch considère que cela renforce sa position de liquidité.

### Hors bilan

Hors engagements réciproques au titre des filiales, les engagements hors bilan du groupe SNI sont limités (563,6 millions d'euros à fin 2014, au titre de garanties financières).

Le groupe SNI n'est pas impliqué dans des contentieux ou litiges importants.

Annexe A

Illustration 3

Société Nationale Immobilière (SNI) – Comptes consolidés

(EURm)	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Compte de résultat</b>					
<b>Recettes d'exploitation</b>	-	445,1	463,7	479,6	484,5
Charges de personnel	-	-114,9	-66,2	-64,0	-64,9
Amortissement et dépréciation	-	-114,0	-122,8	-130,8	-132,9
Autres recettes et dépenses d'exploitation	-	-17,1	-27,8	-65,6	-68,0
Résultat d'exploitation avant recettes publiques	-	199,1	246,9	219,2	218,7
<b>Recettes publiques</b>	-	-	-	-	-
Résultat d'exploitation après recettes publiques	-	199,1	246,9	219,2	218,7
Produits financiers	-	8,8	22,6	30,0	29,7
Charges financières	-	-122,8	-145,6	-130,8	-147,4
<b>Résultat courant</b>	-	85,1	123,9	118,4	101,0
Produits exceptionnels sur actif immobilisé	-	120,6	104,4	115,7	103,5
Autres produits et dépenses non courantes	-	10,4	12,6	16,4	7,7
<b>Résultat courant avant impôt</b>	-	216,1	240,9	250,5	212,2
Impôts	-	-72,7	-91,2	-110,7	-98,6
<b>Résultat après impôts</b>	-	143,4	149,7	139,8	113,6
Intérêts minoritaires	-	-	-	-	-
<b>Résultat net</b>	-	143,4	149,7	139,8	113,6
<b>Bilan</b>					
<b>Actif</b>					
Immobilisations corporelles	-	13,0	11,0	12,0	11,0
Immobilisations incorporelles	-	4,0	1,0	1,0	0,0
Autres actifs long terme	-	3 821,0	3 904,0	4 074,0	4 352,0
Investissements long terme	-	639,0	725,0	686,0	972,0
Stock	-	120,0	70,0	56,0	55,0
Créances commerciales	-	196,0	193,0	197,0	210,0
Autres actifs courants	-	277,0	173,4	100,6	85,2
Trésorerie et équivalents de trésorerie	-	376,0	850,0	994,0	963,0
<b>Total actif</b>	-	5 446,0	5 927,4	6 120,6	6 648,2
<b>Passif</b>					
Passif long terme	-	316,2	258,9	239,1	209,9
Charges de retraite	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Dette long terme	-	3 339,8	3 844,2	3 946,8	4 594,0
Dette commerciale	-	47,1	41,1	42,1	42,2
Autre dette court terme	-	-	-	-	-
Dette financière court terme	-	486,1	513,1	499,3	426,7
Capitaux propres	-	532,4	544,3	545,5	545,5
Réserves	-	724,0	725,3	846,8	829,4
Intérêts minoritaires	-	-	-	-	-
<b>Total passif</b>	-	5 445,6	5 926,9	6 119,6	6 647,7
<b>Dette</b>					
Dette court terme	-	n.a.	467,9	499,3	426,7
Dette long terme	-	n.a.	3 054,2	3 250,6	3 475,6
<b>Total dette</b>	-	n.a.	3 522,1	3 749,9	3 902,3
Autre dette reclassée par Fitch	-	n.a.	0,0	0,0	0,0
<b>Total risque</b>	-	n.a.	3 522,1	3 749,9	3 902,3
Trésorerie	-	375,6	850,0	993,8	963,0
<b>Risque net</b>	-	-375,6	2 672,1	2 756,1	2 939,3
Engagements hors bilan	-	72,3	659,8	955,6	904,9
<b>Risque net total</b>	-	-303,3	3 331,9	3 711,7	3 844,2
% de la dette en devises étrangères	-	-	-	-	-
% de la dette obligataire	-	-	0,0	0,0	0,0
% de la dette à taux fixe	-	-	-	-	-

n.d. : non disponible

Source: Emetteur, Fitch

Annexe B

Illustration 4

Societe Nationale Immobiliere (SNI) – Comptes consolidés

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Tableau des flux de trésorerie</b>					
Flux de trésorerie liés à l'activité	-	191,9	298,9	276,7	208,0
Autres flux de trésorerie	-	-13,1	-71,4	-74,9	0,0
Variation du besoin en fonds de roulement lié à l'activité	-	4,1	14,7	-6,0	-6,6
Flux de trésorerie avant investissements nets	-	182,9	242,2	195,8	201,4
Dépenses d'investissement nettes	-	1,0	-24,0	-138,0	-289,0
Flux de trésorerie avant opérations de financement	-	183,9	218,2	57,8	-87,6
Nouveaux emprunts	-	81,0	585,0	437,0	465,0
Autres financement	-	0,0	12,0	0,0	-4,0
Remboursement de la dette	-	-299,0	-358,0	-330,0	-325,0
Flux de trésorerie après financement	-	-34,1	457,2	164,8	48,4
<b>Ratios</b>					
<b>Ratios de rentabilité (%)</b>					
Charges de personnel / Recettes d'exploitation (y compris recettes publiques)	-	20,0	11,8	12,2	12,4
Recettes publiques / Recettes d'exploitation (y compris recettes publiques)	-	-	-	-	-
EBITDA/ Recettes d'exploitation (y compris recettes publiques)	-	54,6	65,0	67,4	67
<b>Ratios bilantiels (%)</b>					
Actif courant / Total actif	-	17,8	21,7	22	19,8
Actif courant / Total passif (hors capitaux propres)	-	23,1	27,6	28,5	24,9
Rentabilité des capitaux investis	-	11,4	11,8	10,0	8,3
Rentabilité des actifs	-	2,6	2,5	2,3	1,7
<b>Ratios d'endettement</b>					
Dette nette / EBITDA (x)	-	-1,2	7,3	7,8	8,4
Dette long terme / Recettes d'exploitation (y compris recettes publiques) (%)	-	n.a	545,9	618,2	664
Dette totale / EBITDA (x)	-	n.a	9,7	10,6	11,1
Dette/ Capitaux propres (%)	-	n.a	277,4	269,3	283,8
EBITDA/Charges financières brutes (x)	-	2,5	2,5	2,7	2,4
Service de la dette/ Résultat d'exploitation avant recettes publiques (%)	-	211,9	204	210,2	216
Service de la dette / Résultat d'exploitation après recettes publiques (%)	-	211,9	204	210,2	216

n.d.: non disponible

Source: Emetteur, Fitch



## Annexe 3: SNI – Ratios – Comptes consolidés

	Original			
	31 Déc 2011	31 Déc 2012	31 Déc 2013	31 Déc 2014
<b>I: Ratios de couverture du service de la dette et des charges d'intérêts</b>				
Flux net de trésorerie généré par l'activité / Coût de l'endettement net (x)	1,7	2,4	2,5	
Excédent brut opérationnel / Coût de l'endettement net (x)	3,4	3,3	4,2	
<b>II: Ratios de capitalisation et d'endettement</b>				
Flux de trésorerie liés à l'activité / Dette financière totale (%)	6,2	8,5	7,4	
Dette financière totale / Excédent brut opérationnel (x)	8,0	8,7	8,9	
Dette financière totale ajustée de la trésorerie / Excédent brut opérationnel (x)	7,0	6,6	6,5	
Dette financière totale / Total capitaux propres (%)	247,7	277,4	269,3	
Dette financière courante / Total dette financière totale (%)	15,6	14,6	13,3	
<b>III: Ratios de rentabilité</b>				
Excédent brut opérationnel / Chiffre d'affaires (%)	48,8	58,9	60,0	
Résultat net / Chiffre d'affaires (%)	25,9	27,5	27,2	
Variation du chiffre d'affaires (%)	-	-1,5	-5,7	
Excédent brut opérationnel / Capitaux propres (%)	31,1	31,8	30,3	

Source: Fitch, Groupe SNI

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE. FITCH MAY HAVE PROVIDED ANOTHER PERMISSIBLE SERVICE TO THE RATED ENTITY OR ITS RELATED THIRD PARTIES. DETAILS OF THIS SERVICE FOR RATINGS FOR WHICH THE LEAD ANALYST IS BASED IN AN EU-REGISTERED ENTITY CAN BE FOUND ON THE ENTITY SUMMARY PAGE FOR THIS ISSUER ON THE FITCH WEBSITE.

Copyright © 2015 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. In issuing and maintaining its ratings, Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion is based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.