

# Les SA d'HLM : un gisement de PNB à exploiter

Laurent Carel  
ESC Amiens  
Chargé de mission  
Caisse d'épargne  
de Picardie  
(mai-décembre 1997)

L'analyse crédit appliquée aux sociétés d'HLM n'est pas toujours adaptée pour en donner une image fidèle. Une analogie avec les méthodes utilisées pour les établissements de crédit permet d'apporter certaines améliorations.

Le logement social, marché sur lequel n'interviennent, pour des raisons historiques, que peu d'intervenants financiers, est souvent méconnu des banquiers. Pourtant le gisement de PNB sur ces établissements, issu des activités de prêts mais aussi de placements à leur proposer, est considérable. Il est vrai que le financement de ces sociétés nécessite de bien comprendre leur activité et leur logique économique.

Entre tous les acteurs du logement social, les SA d'HLM, organismes spécifiques, à mi-chemin entre un statut privé de société anonyme et public, possèdent une taille de bilan conséquente (qui peut dépasser 500 millions de francs). Nous aborderons l'activité, la rentabilité et la structure

financière de ces établissements en présentant les points problématiques et des pistes de solutions.

## *La notion de CA n'est pas significative*

L'étude de l'activité des SA d'HLM se heurte principalement à deux écueils, le CA et l'exploitation du patrimoine. La majorité du CA consiste en loyers (à plus de 95 %), les autres activités (vente d'actifs immobiliers, prestations de service ou produits annexes) sont marginales. Il fluctue en fonction des programmes immobiliers, adossés à de nouvelles ressources financières. Ainsi les charges financières, qui nous paraissent être la contrepartie nécessaire d'ex-

ploitation des loyers, ne sont pas prises en compte dans le CA (production vendue et stockée). En revanche, elles sont incluses dans les soldes intermédiaires de gestion des SA d'HLM, notamment dans la marge brute totale, assimilable au PNB que nous retenons comme indicateur d'activité. Celle-ci est ventilée en quatre marges par activité, dont la marge sur locatif dégagée sur l'activité de location de la société est la principale, et concerne 91,5 % de la marge brute totale de l'ensemble des SA d'HLM en 1995.

Le niveau d'activité de la SA d'HLM est directement lié à la taille du parc de logements de la société. Il est intéressant de suivre ce dernier, en termes de volume, mais aussi de «pyramide des âges». En effet, la rentabilité d'un actif immobilier décline au fur et à mesure du temps, son coût de gestion (maintenance, provisionnement) devenant supérieur aux flux générés par son exploitation. Pour étudier ce phénomène, le prêteur doit être attentif aux ratios de la profession, notamment le loyer moyen annuel, la répartition par tranche d'âge du parc de logements, le taux de vacance et des impayés, la mobilité des locataires, la dotation aux provisions pour grosses réparations par logement et les surloyers.

L'analyse de la rentabilité des SA d'HLM est problématique, du fait du statut à but non lucratif de ces organismes et de leurs marges d'exploitation volontairement restreintes. Outre ces points, les ratios de rentabilité classiques, telle la rentabilité économique (EBE/capital économique), ou la rentabilité du capital investi (résultat d'exploitation/capital investi) donnent des résultats peu significatifs du fait de la disproportion entre les moyens importants mis en œuvre pour l'exploitation et les revenus de cette exploitation.

## Les partenaires financiers des SA d'HLM

Etablissements	Type de prêts	Montant de l'encours en 1995 (en milliards de francs)
CDC	Prêts bonifiés de longue durée (jusqu'à 30 ans et plus)	137
CFF	Prêts bonifiés	12
Caisses d'épargne	Prêts classiques très long terme à conditions de marchés	7
Crédit agricole	Prêts classiques à très long terme à conditions de marchés	1,5
Autres banques	Prêts classiques à très long terme à conditions de marchés	3

La trésorerie placée en valeurs mobilières de placement classiques s'élève à 20 milliards de francs pour 1995 sur l'ensemble des SA d'HLM.

Source : Chiffres agrégés de l'ensemble des SA d'HLM - Sociétés anonymes et Fondations d'HLM Analyses et statistiques avril 1997.

## ***L'analyse de la rentabilité est problématique***

Nous privilégions par conséquent une approche «bancaire» de la rentabilité économique, qui consiste à calculer le taux moyen des emplois et des ressources, et de retrancher respectivement l'un de l'autre pour obtenir une marge brute. Le taux moyen des emplois est le rapport entre les flux dégagés par l'exploitation des actifs immobiliers et ces actifs nets d'amortissements : Produit des activités (hors services et activités annexes) sur immobilisations corporelles nettes et stocks en encours.

Le taux moyen des ressources est le rapport entre les flux payés par l'entreprise pour la mise à disposition des ressources (hors fonds propres) qui financent les actifs d'exploitation, sur ces ressources : charges d'intérêts sur dettes financières diminuées des droits sur immobilisations et des encours clients créditeurs.

La marge brute est la véritable marge d'exploitation de la SA, exprimée en pourcentage. Cette marge est élevée, du fait du mode de calcul des statistiques sur l'ensemble des SA d'HLM ❶.

### ***Calculer un coefficient d'exploitation***

Dans la même logique, les ratios de marges classiques perdent une partie de leur pertinence, puisqu'ils se calculent par rapport au niveau d'activité, en l'occurrence mesuré par le CA, que l'analyste doit remplacer par la marge brute totale et la marge sur locatif. Des ratios de marge proposés par le ministère de l'Habitat et de la Construction permettent aussi de répondre aux interrogations de l'analyste : marge brute loca-

tive sur loyers, marge brute locative sur marge brute totale, autofinancement net sur CA. La comparaison avec l'analyse bancaire peut aussi conduire à calculer un coefficient d'exploitation : Charges de maintenance du patrimoine + charges de personnel + dotations d'exploitation/Marge brute totale ❷.

L'analyse de l'équilibre financier des SA d'HLM ne pose en soi pas de difficultés. Ainsi que la plupart des sociétés à forte intensité capitalistique, elles ont en général un besoin en financement d'exploitation négatif, et disposent d'une trésorerie pléthorique, alimentée par les cautions des locataires. Les flux générés par cette trésorerie permettent d'obtenir une rentabilité nette positive pour la majorité des SA.

Toutefois, la mesure de l'endettement des SA d'HLM ne peut s'effectuer avec les outils traditionnels. En effet, les capitaux propres ne représentent, pour l'ensemble de ces sociétés, qu'environ 20 % des dettes financières à moyen et long termes. Il s'agit donc de réévaluer le risque que constitue un accroissement des dettes sur l'équilibre financier de la SA. Pour cela, on peut établir un ratio de solvabilité bancaire, inspiré du ratio bancaire. Il se définit comme les fonds propres rapportés à la somme des risques : fonds propres/actif immobilisé net ❸.

La capacité d'endettement à moyen et long terme est évaluée traditionnellement à trois années de capacité d'autofinancement. Mais cette estimation ne tient compte ni de la durée du bilan des SA d'HLM (entre 15 et 30 ans), ni de leur structure financière du haut de bilan.

Nous calculerons différemment la capacité d'autofinancement en divisant l'autofinancement net par le taux moyen de remboursement des dettes financières : annuités (capital et inté-

### **❶ La marge d'exploitation des SA d'HLM**

En millions de francs *	1995
Taux moyen des emplois .....	15,7 %
Taux moyen de ressources .....	5,16 %
Marge brute .....	10,54 %

### **❷ Calcul du coefficient d'exploitation**

En millions de francs *	1995
Charges de maintenance du patrimoine (SIG).....	13 714
+ Charges de personnel	
+ Dotations d'exploitation	
Marge brute totale.....	15 300
Coefficient d'exploitation.....	89,6 %

### **❸ Le ratio de solvabilité des SA d'HLM**

En millions de francs *	1995
Fonds propres .....	52 335
Actif immobilisé net .....	309 558
Ratio de solvabilité .....	16,9 %

\* Chiffres agrégés de l'ensemble des SA d'HLM.

rêts)/DMLT. Toutefois, ce chiffre doit être plafonné par différentes bornes, exprimant la structure financière de l'organisme : l'endettement supplémentaire ne doit pas abaisser le ratio de solvabilité en dessous de 10 %, ni augmenter le ratio de couverture de l'activité par les capitaux permanents au-delà de 110 %.

Enfin, il convient d'analyser finement la qualité des biens financés et de pouvoir, sur les bases de la profession, se projeter à 20 voire 30 ans afin d'évaluer le comportement des actifs (vieillesse, situation de l'immeuble dans son environnement). Il s'agit là d'un exercice particulièrement délicat. ■