

## CREDIT OPINION

23 December 2022

Nouvelle émission

 Envoyez-nous vos commentaires

## NOTATIONS

## 1001 Vies Habitat

Domicile	France
Notation à long terme	A1
Catégorie	LT Issuer Rating - Dom Curr
Perspective	Stable

Pour plus de précisions, veuillez consulter la [rubrique Notations](#) à la fin de ce document. Les notations et perspective reposent sur les informations disponibles au moment de la publication.

## Contacts

Mathilde Bonvin +33.1.5330.1036  
Associate Analyst  
mathilde.bonvin@moodys.com

Sebastien Hay +34.91.768.8222  
Senior Vice President/Manager  
sebastien.hay@moodys.com

Emanuela Colzani +33.1.5330.3392  
Analyst  
emanuela.colzani@moodys.com

## SERVICE CLIENTÈLE

Americas 1-212-553-1653  
Asia Pacific 852-3551-3077  
Japan 81-3-5408-4100  
EMEA 44-20-7772-5454

## 1001 Vies Habitat (France)

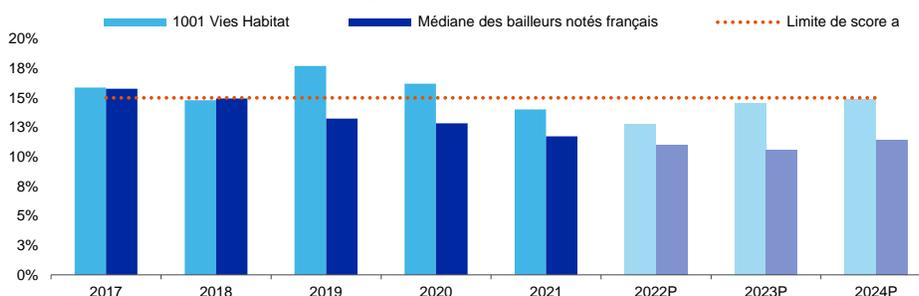
Nouvel émetteur

## Sommaire

Le profil de crédit de [1001 Vies Habitat](#) (MVH, A1 stable) reflète la forte concentration du bailleur sur le métier de la gestion de logements sociaux dans un cadre règlementaire favorable, et des pratiques de gestion et de gouvernance particulièrement robustes. Le groupe bénéficie d'un haut niveau d'intégration permettant à MVH de réaliser d'importantes économies d'échelle, des activités résilientes et dégager une performance opérationnelle élevée, dans un contexte de hausse des coûts de l'énergie et des matériaux de construction. Notre point de vue sur le crédit tient également compte des niveaux d'endettement élevés de MVH et de la détérioration prévisible des indices de couverture des intérêts en raison de son exposition importante à la hausse des taux d'intérêt. Nous estimons également qu'il existe une forte probabilité que le [gouvernement français](#) (noté Aa2, perspective stable) intervienne si MVH devait faire face à une crise aiguë de liquidité.

Graphique 1

## 1001 Vies Habitat bénéficie d'une marge opérationnelle plus élevée que ses pairs



P : Prévisions. Se référer à la [méthodologie des bailleurs sociaux européens](#) pour les limites de scores.  
Source: 1001 Vies Habitat, Moody's Investors Service

## Forces

- » Des pratiques de gouvernance particulièrement robustes
- » Une focalisation sur le logement locatif social, à faible risque et qui génère des marges d'exploitation élevées

Le présent rapport est une traduction de [1001 Vies Habitat \(France\):New issuer](#), document publié le 23 décembre 2022.

- » Un cadre réglementaire favorable

## Faiblesses

- » Un niveau d'endettement élevé
- » Une exposition à la remontée des taux qui entrainera une dégradation des indices de couverture des taux d'intérêt

## Perspective de notation

La perspective de notation stable reflète notre anticipation que les niveaux d'endettement de MVH resteront supportables grâce à un cash flow important provenant des activités du logement social et de bonnes pratiques de gestion.

## Facteurs susceptibles de conduire à un relèvement de notation

- » Les facteurs suivants, seuls ou combinés, pourraient conduire à un relèvement de la notation : une accumulation de la dette nettement plus lente que prévu, une amélioration de la couverture des intérêts par les revenus locatifs sociaux, et/ou une amélioration de la couverture des intérêts par les flux de trésorerie ajustés de la volatilité.
- » Prime-1 est notre notation à court terme la plus élevée et ne peut donc pas être améliorée.

## Facteurs susceptibles de conduire à un abaissement de notation

- » Les facteurs suivants, seuls ou combinés, pourraient conduire à un abaissement de la notation : une accumulation de la dette nettement au delà de nos prévisions actuelles, une détérioration de l'efficacité opérationnelle telle que calculée par le ratio de marge opérationnelle, une hausse du coût de la dette qui se traduirait par un déclin durable de nos index de couverture des intérêts.
- » De même, un affaiblissement du cadre réglementaire ou du niveau global de soutien de l'État français influencerait négativement sur son profil de crédit. Bien qu'improbable au regard de la perspective stable dont est assortie la notation de la France, un affaiblissement du profil de crédit du pays pourrait également peser sur la notation.

## Indicateurs-clés

Graphique 2

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>1001 Vies Habitat</b>								
Logements sous gestion (nbre)	86,348	87,736	84,773	89,892	90,991	91,584	92,912	95,758
Marge de fonctionnement, avant intérêts	14.8%	17.7%	16.2%	14.0%	12.7%	14.5%	14.9%	15.0%
Dépenses d'investissement nettes en % des revenus d'exploitation	41.5%	57.6%	22.1%	33.5%	29.9%	30.3%	30.4%	26.3%
Couverture des intérêts par les revenus locatifs sociaux (nbre de fois)	2.0	2.4	2.1	2.2	2.1	1.6	1.0	1.1
Couverture des intérêts par les flux de trésorerie, ajustés de la volatilité (nbre de fois)	2.5	0.9	2.8	3.0	4.8	3.4	2.2	2.7
Dette sur revenus (nbre de fois)	5.5	5.6	5.8	6.0	6.0	6.1	6.2	6.2
Dette sur actifs comptabilisés au coût historique	64.6%	65.5%	65.2%	64.4%	64.3%	63.9%	63.8%	63.6%

P : Prévisions.

Source: 1001 Vies Habitat, Moody's Investors Service

Cette publication n'annonce pas une décision de notation. Pour les publications faisant référence aux notations de crédit, veuillez-vous rendre sur <https://ratings.moody.com> et cliquer sur l'onglet relatif aux notations sur la page de l'émetteur/transaction correspondant(e) pour accéder à la dernière mise à jour des informations en matière de décision et d'historique de notation.

## Critères détaillés pris en compte dans le profil de crédit

### Évaluation du risque de crédit intrinsèque (BCA - Baseline Credit Assessment)

Le 20 décembre 2022, nous avons attribué une première notation à MVH et à son programme NEU CP (Negotiable European Commercial Paper) de 200 millions d'euros.

Le profil de crédit de MVH, tel qu'exprimé dans ses notations A1/Prime-1, combine une évaluation du risque de crédit intrinsèque (BCA) de a3 et une forte probabilité d'un soutien exceptionnel du gouvernement français dans l'éventualité où l'entité serait confrontée à une crise aiguë de la liquidité.

### Des pratiques de gouvernance particulièrement robustes

MVH est l'un des plus grands groupes de bailleurs sociaux en France avec près de 90 000 logements en gestion, dont les deux tiers sont situés en [Région Île-de-France](#) (notée Aa2, perspective stable) et le reste se trouvant dans la région à demande élevée du sud-est de la France. Sous la supervision de son actionnaire principal, [AXA SA](#) (noté Aa3, perspective stable), la stratégie de développement du bailleur social a été peu encline à la prise de risques : les décisions d'investissement se fondent principalement sur le rendement anticipé et le développement est axé uniquement sur les zones à forte demande grâce à une cartographie précise des zones de développement par rachat à d'autres bailleurs sociaux ou la construction neuve.

La stratégie de développement, moins ambitieuse que celle de la plupart des entreprises comparables que nous notons, est fondée sur la rentabilité et est capable de s'adapter aux changements soudains de l'environnement, un élément favorable à la qualité de crédit. Les dépenses d'investissement ont représenté 38 % du chiffre d'affaires en moyenne pour la période de 2019 à 2021, contre 82 % pour [Villogia](#) (notée A2, perspective stable) et 143% pour [Segens](#) (noté A1 stable). MVH prévoit déjà dans son budget de 2023 une baisse de 25 % de son développement pour protéger ses marges face à la hausse des coûts de construction.

La structure du groupe est simple et profondément intégrée au sein des cinq filiales, avec de nombreux services partagés, tels que la comptabilité, les achats et le quittance, se traduisant par des économies d'échelle. Le groupe a ainsi pu maintenir des marges élevées et nous prévoyons que la marge opérationnelle restera proche de 15 % du chiffre d'affaires au cours des trois prochaines années. Grâce à des pratiques énergiques en matière de gouvernance, MVH s'est relevé d'une importante cyberattaque en 2021, qui a coûté au bailleur social plus de 10 millions d'euros (1,5 % du chiffre d'affaires de 2021) en prenant en compte remise en état et perte de revenus.

### Une focalisation sur le logement locatif social, à faible risque et qui génère des marges d'exploitation élevées

MVH bénéficiera de revenus stables et prévisibles provenant de son activité principale, la location de logements sociaux, qui représentait 94 % de ses revenus d'exploitation en 2021. Nous nous attendons à ce que le bailleur social augmente son exposition à cette activité à faible risque et réduise son activité d'accession à la propriété. Les loyers sont plafonnés par le régulateur, l'Agence Nationale de Contrôle du Logement Social (ANCOLS), et 45 % des locataires perçoivent des aides au logement de l'État, ce qui limite le risque de créances douteuses et d'impayés. Nous nous attendons à ce que MVH améliore son niveau de créances douteuses et d'arriérés, qui a augmenté après la cyberattaque de 2021. Le bailleur a mis en place un large éventail de mesures pour contrôler l'évolution des arriérés de paiement, garder le dialogue avec les locataires et les aider à faire face à la hausse des prix de l'énergie.

Alors que les marges d'exploitation sont mises sous pression en raison de la réduction de loyers de solidarité (RLS) en place depuis 2018 et qui coûtera 21,5 millions d'euros à MVH en 2022, nous prévoyons que le bailleur social conservera des marges élevées, près de 15 % du chiffre d'affaires, pour la période de 2023 à 2025. Bien que se situant à un niveau inférieur à celui d'entreprises équivalentes internationales de taille comparable telles que [Sanctuary Housing Association](#) (notée A2, perspective négative), qui présente des marges d'exploitation supérieures à 20 %, MVH se compare favorablement par rapport à la moyenne des bailleurs sociaux français que nous notons (voir le graphique 1).

Les ventes de logements sont modérées et se feront majoritairement par des ventes en bloc. MVH se donne pour but de vendre 10 500 unités au cours des 15 prochaines années (moins de 1 % de ses unités sous gestion annuellement), dont 85 % à d'autres bailleurs sociaux. Cette stratégie comporte peu de risques car elle permet à MVH de percevoir des loyers des locations de logements sociaux jusqu'à la vente de l'actif et de rationaliser son implantation géographique.

## Un cadre réglementaire favorable

Les bailleurs sociaux français exercent leurs activités dans un environnement hautement réglementé, avec une surveillance étroite exercée par le régulateur du secteur, l'ANCOLS, la [Caisse des Dépôts et Consignations](#) (CDC, notée Aa2, perspective stable) et le fonds public de garantie, Caisse de Garantie du Logement Locatif Social (CGLLS). Ces entités sont responsables de la protection des investissements publics en capital dans le logement social et du respect des normes générales en matière d'économie et de consommation. Par ailleurs, les régulateurs imposent des obligations en matière de reporting, des mesures de performance et des normes comptables spécifiques et personnalisées. Ils suivent en permanence un certain nombre de paramètres de performance, notamment la dette, les coûts d'exploitation, les taux de vacance, le recouvrement des créances douteuses et la capacité d'autofinancement. Bien que le cadre français reste relativement favorable, les mesures politiques annoncées dans la loi de programmation des finances publiques de 2018 a introduit une incertitude dans l'environnement d'exploitation et pose des problèmes aux bailleurs sociaux les plus fragiles, en particulier compte tenu des baisses de loyer.

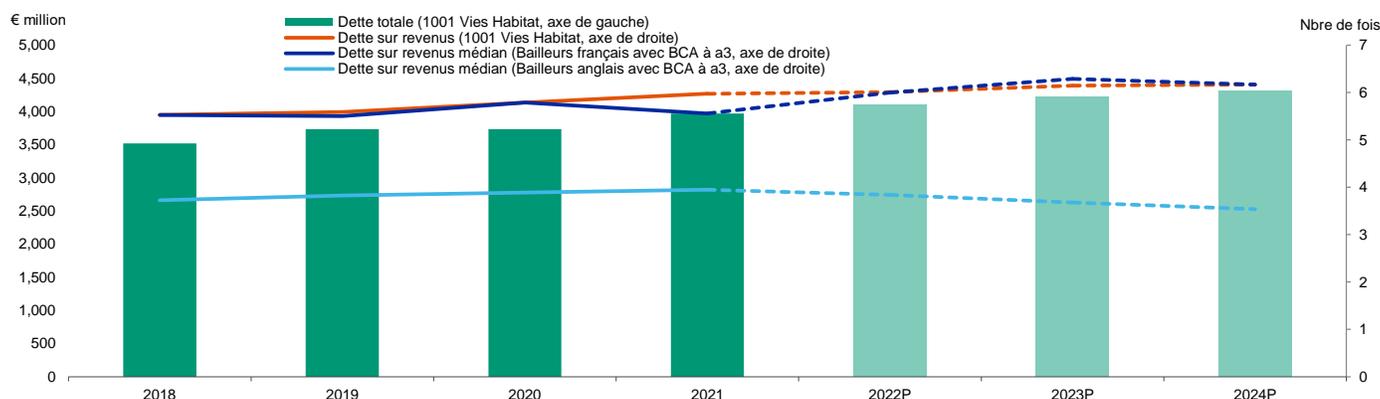
Sur le plan du financement, les bailleurs sociaux français bénéficient de paiements stables, à long terme, à service fixe et de financements dédiés de la CDC. Les prêts bénéficient de garanties obligatoires de la part des collectivités locales. Le cadre réglementaire de la gestion de la dette et des investissements est relativement rigide, limitant les types de risques que les bailleurs sociaux peuvent prendre en les limitant aux produits d'investissement les plus sûrs.

## Un niveau d'endettement élevé

À fin 2022, l'endettement total de MVH s'élèvera à 4,1 milliards d'euros, ce qui représentera 6,0 fois son revenu opérationnel et 64 % de son actif (calculé à sa valeur comptable). Avec 78 % des dépenses d'investissement de MVH au cours de la période 2022-25 qui seront financées par de l'endettement, nous prévoyons que son ratio de dette rapportée aux revenus augmentera à 6,2x en 2024. Cet endettement est élevé et se situe dans la catégorie la plus faible de notre méthodologie (entre 5,0x et 6,5x). Ce niveau d'endettement est élevé par rapport aux entreprises comparables anglaises avec une évaluation du risque de crédit intrinsèque (BCA) de a3 comme [L&Q Group](#) (notée A3, perspective négative), dont la dette s'élève à 4,3x son chiffre d'affaires. Du fait que l'endettement élevé fait partie du cadre opérationnel et réglementaire français, l'endettement de MVH reste conforme à celui des entreprises comparables françaises présentant une notation similaire (voir tableau 3).

Graphique 3

**Le ratio de dette sur revenus de MVH est plus élevé que les bailleurs britanniques mais en ligne avec les bailleurs français**



P : Prévisions.

Source : 1001 Vies Habitat, Moody's Investors Service

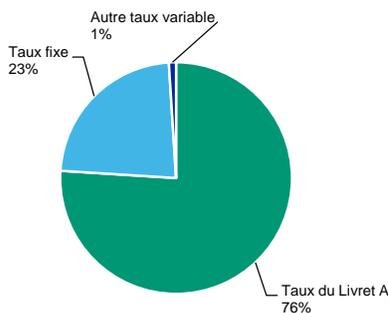
## Une exposition à la remontée des taux qui entrainera une dégradation des indices de couverture des taux d'intérêt

Nous prévoyons que les charges d'intérêts de MVH atteindront 111 millions d'euros en 2024, contre 42 millions d'euros en 2021. Cette augmentation est liée à l'exposition de MVH au taux du Livret A auquel 76 % de la dette de MVH était indexée à fin 2021 (voir tableau 4). Le taux du Livret A est passé à 2 % en août 2022 contre 0,5 % en janvier. Étant donné que ce taux est fixé selon une formule

calculant une moyenne des taux à court terme et de l'inflation des prix à la consommation, nous nous attendons à ce qu'il dépasse 3 % au début de l'année 2023. Par conséquent, nous nous attendons à ce que le ratio de couverture des intérêts sur les locations de logements sociaux (SHLIC) diminue à 1,0x en 2024, contre une valeur élevée de 2,2x en 2021.

Graphique 4

#### La dette de 1001 Vies Habitat est exposée aux chocs de taux d'intérêts Dette par type de taux au 31/12/2021



Source: 1001 Vies Habitat, Moody's Investors Service

Cependant, nous nous attendons à ce que les flux de trésorerie restent élevés. Les formules de calcul des prêts de la CDC, qui entraînent des ajustements automatiques des amortissements financiers et les réduisent lorsque les taux d'intérêt augmentent, assurera que le service de la dette progressera modestement. Nous nous attendons à ce que le CVIC diminue à un niveau encore élevé de 2,1x en 2024, contre 3,0x en 2021.

#### Éléments retenus pour déterminer le soutien exceptionnel

MVH bénéficie d'une forte probabilité de soutien exceptionnel qui est révélatrice de l'importance du logement social en France et du large périmètre de compétences dont dispose, en matière de recours, le régulateur en cas de difficultés financières. Le soutien exceptionnel se matérialise par le biais des vastes mécanismes de contrôle et de soutien dont disposent les régulateurs, avec notamment la possibilité pour ces derniers d'accorder des dotations en capital et des garanties, de nommer de nouveaux gestionnaires et dirigeants, mais aussi d'imposer, dans les cas extrêmes, des réorganisations. S'agissant de la France, un soutien exceptionnel serait accordé par les mêmes organismes publics qui constituent la base de l'environnement opérationnel et du cadre réglementaire : la CGLLS, l'ANCOLS et la CDC. En outre, le degré de dépendance à l'égard du risque de défaut, que nous jugeons très élevé entre MVH et l'État français, tient compte de l'existence de liens financiers et opérationnels étroits entre les deux.

## ESG considerations

### 1001 Vies Habitat's ESG Credit Impact Score is Neutral-to-Low CIS-2

Exhibit 5

#### ESG Credit Impact Score

# CIS-2

## Neutral-to-Low



For an issuer scored CIS-2 (Neutral-to-Low), its ESG attributes are overall considered as having a neutral-to-low impact on the current rating; i.e., the overall influence of these attributes on the rating is non-material.

Source: Moody's Investors Service

Le score d'impact de crédit de MVH est neutre-à-faible (**CIS-2**), reflétant une exposition modérée aux risques environnementaux et sociaux et un profil de gouvernance robuste, bénéficiant également d'un cadre réglementaire solide et du soutien du gouvernement français pour garantir le financement adéquat des plans de décarbonation

Exhibit 6

#### ESG Issuer Profile Scores



Source: Moody's Investors Service

#### Environmental

Nous évaluons le score de profil d'émetteur environnemental de MVH comme neutre-à-faible (E-2). Comme pour les autres bailleurs sociaux en France, l'efficacité énergétique et plus largement l'adaptation à la réglementation carbone deviennent une priorité de plus en plus aigüe avec pour objectif que tous les logements obtiennent une étiquette énergétique de D ou plus d'ici 2034 en France. MVH présente toutefois un risque relativement modeste, une part importante de son patrimoine étant déjà classée D ou mieux.

#### Social

Nous évaluons le score de profil d'émetteur social de MVH comme modérément négatif (S-3). MVH est modérément exposé aux risques associés aux politiques sociales, à l'évolution démographique et à la demande de logements sociaux. Comme pour les autres bailleurs sociaux en France, IAA est également modérément exposé aux enjeux de production responsable avec des exigences de maintien de la qualité de service qui ont un impact sur les coûts de maintenance. L'exposition aux autres risques sociaux est neutre-à-faible.

#### Governance

Nous évaluons le score de profil d'émetteur de Gouvernance de MVH comme présentant un risque neutre à faible (G-2), reflétant des pratiques fortes de gouvernance, qui incluent des stratégies pluriannuelles avec des prévisions détaillées, des approches conservatrices dans la gestion de la liquidité ainsi qu'une solide gestion des risques. La gouvernance est aussi soutenue par un fort cadre réglementaire. La stratégie financière de MVH et sa gestion des risques est clairement focalisée sur son activité principale et peu risquée qu'est la location de logement social. L'appétit au risque est bien géré et limité par la réglementation. Les politiques et pratiques financières sont conservatrices, les budgets sont prudents et les contrôles internes efficaces.

Les scores de profil d'émetteur ESG et les scores d'impact de crédit pour l'entité notée sont disponibles sur [Moody's.com](https://www.moody.com). Afin de consulter ses derniers scores, veuillez cliquer [ici](#) pour accéder à la page de destination de l'entité de MDC et consulter la section des scores ESG.

## Méthodologie de notation et facteurs retenus dans la grille d'analyse

Les méthodologies utilisées dans le cadre de la présente notation sont « [European Social Housing Providers](#) » (avril 2018) et « [Government-Related Issuers](#) » (février 2020).

Le BCA (Baseline Credit Assessment ou évaluation du risque de crédit intrinsèque) de a3 attribué est en adéquation avec le score suggéré par la matrice

Graphique 7  
Scorecard 2021

1001 Vies Habitat			
Baseline Credit Assessment	Pondération	Valeur	Score
<b>Facteur 1: Cadre institutionnel</b>			
Cadre d'opération	10%	a	a
Cadre réglementaire	10%	aa	aa
<b>Facteur 2: Position de marché</b>			
Logements gérés	10%	89,892	aa
<b>Facteur 3: Performances financière</b>			
Marge opérationnelle	5%	14.0%	baa
Couverture des intérêts par les marges locatives	10%	2.0x	aa
Couverture des intérêts par les flux de trésorerie ajustés de la volatilité	10%	3.0x	aa
<b>Facteur 4: Dette et liquidité</b>			
Dette sur revenus	5%	6.0x	b
Dette sur actifs	10%	64.0%	b
Couverture des dépenses d'investissement par les liquidités	10%	1.1x	a
<b>Facteur 5: Gestion et gouvernance</b>			
Contrôle des risques et gestion financière	10%	aa	aa
Gestion de la dette et des placements	10%	baa	baa
<b>BCA obtenu à partir de la grille d'évaluation</b>			<b>a3</b>
<b>BCA assigné</b>			<b>a3</b>

Source: Moody's Investors Service

## Notations

Figure 8

Catégorie	Notation Moody's
<b>1001 VIES HABITAT</b>	
Perspective	Stable
Évaluation BCA du risque de crédit intrinsèque	a3
Notation d'émetteur - en monnaie locale	A1
Papier commercial - en monnaie locale	P-1

Source: Moody's Investors Service

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. et/ou ses concédants et sociétés affiliées (ensemble dénommés « MOODY'S »). Tous droits réservés.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT ÉMISES PAR LES SOCIÉTÉS DE NOTATION DE CREDIT AFFILIÉES A MOODY'S SONT REPRÉSENTATIVES DE LEURS AVIS ACTUELS SUR LE RISQUE DE CRÉDIT FUTUR AUQUEL SONT SUSCEPTIBLES D'ÊTRE EXPOSÉES DES ENTITÉS, SUR LES ENGAGEMENTS DE CRÉDIT, SUR LES TITRES DE CRÉANCE OU LES TITRES ASSIMILABLES, ET LES MATÉRIELS, PRODUITS, SERVICES ET INFORMATIONS PUBLIÉES PAR MOODY'S (ENSEMBLE « LES PUBLICATIONS ») PEUVENT CONTENIR LESDITES OPINIONS ACTUELLES. PAR RISQUE DE CRÉDIT, MOODY'S ENTEND LE RISQUE QU'UNE ENTITÉ NE SOIT PAS EN MESURE DE REMPLIR SES OBLIGATIONS CONTRACTUELLES FINANCIÈRES LORSQU'ELLES ARRIVENT À ÉCHÉANCE, AINSI QUE TOUTES PERTES FINANCIÈRES ESTIMÉES EN CAS DE DÉFAUT OU DE FAILLANCE. VOIR LA PUBLICATION APPLICABLE DES SYMBOLES DE NOTATION ET DES DÉFINITIONS DE MOODY'S POUR OBTENIR DES INFORMATIONS SUR LES TYPES D'OBLIGATIONS FINANCIÈRES CONTRACTUELLES INDIQUÉES DANS LES NOTATIONS DE CREDIT EMISES PAR MOODY'S. LES NOTATIONS DE CRÉDIT NE PORTENT SUR AUCUN AUTRE RISQUE, NOTAMMENT, MAIS SANS QUE CETTE LISTE NE SOIT EXHAUSTIVE, LE RISQUE DE LIQUIDITÉ, LE RISQUE DE MARCHÉ OU LE RISQUE ASSOCIÉ À LA VOLATILITÉ DES PRIX. LES NOTATIONS DE CRÉDIT, LES ÉVALUATIONS SANS CREDIT (« ÉVALUATIONS ») ET LES AUTRES AVIS CONTENUS DANS LES PUBLICATIONS DE MOODY'S NE SONT PAS DES DÉCLARATIONS DE FAITS ACTUELS OU HISTORIQUES. LES PUBLICATIONS DE MOODY'S PEUVENT ÉGALEMENT INCLURE DES ESTIMATIONS FONDÉES SUR UN MODÈLE QUANTITATIF DE CALCUL DES RISQUES DE CRÉDIT AINSI QUE DES AVIS ET COMMENTAIRES AFFÉRÉS PUBLIÉS PAR MOODY'S ANALYTICS INC. ET/OU SES AFFILIÉES. LES NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET PUBLICATIONS DE MOODY'S NE CONSTITUENT PAS ET NE FOURNISSENT PAS DE CONSEILS EN PLACEMENT OU DE CONSEILS FINANCIERS, ET LES NOTATIONS DE CREDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET PUBLICATIONS DE MOODY'S NE CONSTITUENT PAS ET NE FOURNISSENT PAS DE RECOMMANDATIONS D'ACHAT, DE VENTE OU DE DÉTENTION DE TITRES EN PARTICULIER. LES NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET PUBLICATIONS DE MOODY'S NE CONSTITUENT PAS UNE APPRÉCIATION DE LA PERTINENCE D'UN PLACEMENT POUR UN INVESTISSEUR SPÉCIFIQUE. MOODY'S ÉMET SES NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET DIFFUSE SES PUBLICATIONS EN PARTANT DU PRINCIPE QUE CHAQUE INVESTISSEUR PROCÉDERA, AVEC DILIGENCE, POUR CHAQUE TITRE QU'IL ENVISAGE D'ACHETER, DE DÉTENIR OU DE VENDRE, À SA PROPRE ANALYSE ET ÉVALUATION.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET PUBLICATIONS DE MOODY'S NE S'ADRESSENT PAS AUX INVESTISSEURS PARTICULIERS ET IL SERAIT IMPRUDENT ET INAPPROPRIÉ POUR LES INVESTISSEURS PARTICULIERS DE PRENDRE UNE DÉCISION D'INVESTISSEMENT SUR LA BASE DE NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRE AVIS OU PUBLICATIONS DE MOODY'S. EN CAS DE DOUTE, CONSULTEZ VOTRE CONSEILLER FINANCIER OU UN AUTRE CONSEILLER PROFESSIONNEL.

TOUTES LES INFORMATIONS CONTENUES CI-CONTRE SONT PROTÉGÉES PAR LA LOI, NOTAMMENT, MAIS SANS QUE CETTE LISTE NE SOIT EXHAUSTIVE, PAR LA LOI RELATIVE AU DROIT D'AUTEUR, ET AUCUNE DE CES INFORMATIONS NE PEUT ÊTRE COPIÉE OU REPRODUITE, REFORMATÉE, RETRANSMISE, TRANSFÉRÉE, DIFFUSÉE, REDISTRIBUÉE OU REVENDUE DE QUELQUE MANIÈRE QUE CE SOIT, NI STOCKÉE EN VUE D'UNE UTILISATION ULTÉRIEURE À L'UNE DE CES FINS, EN TOTALITÉ OU EN PARTIE, SOUS QUELQUE FORME OU MANIÈRE QUE CE SOIT ET PAR QUICONQUE, SANS L'AUTORISATION ÉCRITE PRÉALABLE DE MOODY'S.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT, ÉVALUATIONS, AUTRES AVIS ET PUBLICATIONS DE MOODY'S NE SONT PAS DESTINÉS À ÊTRE UTILISÉS PAR QUICONQUE EN TANT QUE RÉFÉRENCE, AINSI QUE CE TERME EST DÉFINI À DES FINS RÉGLEMENTAIRES, ET ELLES NE DOIVENT PAS ÊTRE UTILISÉES DE QUELQUE MANIÈRE QUE CE SOIT QUI PUISSE LES CONDUIRE À ÊTRE CONSIDÉRÉES COMME UNE RÉFÉRENCE.

Toutes les informations contenues ci-contre ont été obtenues par MOODY'S auprès de sources considérées comme exactes et fiables par MOODY'S. Toutefois, en raison d'une éventuelle erreur humaine ou mécanique, ou de tout autre facteur, lesdites informations sont fournies « TELLES QUELLES » sans garantie d'aucune sorte. MOODY'S met en œuvre toutes les mesures de nature à garantir la qualité des informations utilisées aux fins de l'attribution d'une notation de crédit et la fiabilité des sources utilisées par MOODY'S, y compris, le cas échéant, lorsqu'elles proviennent de tiers indépendants. Néanmoins, MOODY'S n'a pas un rôle de contrôleur et ne peut procéder de façon indépendante, dans chaque cas, à la vérification ou à la validation des informations reçues dans le cadre du processus de notation ou de préparation de ses publications.

Dans les limites autorisées par la loi, MOODY'S et ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants et fournisseurs se dégagent de toute responsabilité envers toute personne ou entité pour toutes pertes ou tous dommages indirects, spéciaux, consécutifs ou accidentels, résultant de ou en connexion avec les informations contenues ci-contre, ou du fait de l'utilisation ou l'incapacité d'utiliser l'une de ces informations, et ce même si MOODY'S ou l'un de ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants ou fournisseurs a été informé au préalable de la possibilité de telles pertes ou de tels dommages tels que, sans que cette liste ne soit limitative: (a) toute perte de profits présents ou éventuels, (b) tous dommages ou pertes survenant lorsque l'instrument financier concerné n'est pas le sujet d'une notation de crédit spécifique donnée par MOODY'S.

Dans les limites autorisées par la loi, MOODY'S et ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants et fournisseurs se dégagent de toute responsabilité pour tous dommages ou pertes directs ou compensatoires causés à toute personne ou entité, y compris, mais sans que cette liste ne soit limitative, par la négligence (exception faite de la fraude, d'une faute intentionnelle ou plus généralement de tout autre type de responsabilité dont la loi prévient l'exclusion) de MOODY'S ou de l'un de ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants ou fournisseurs, et pour tous dommages ou pertes directs ou compensatoires résultant d'un événement imprévu sous le contrôle ou en dehors du contrôle de MOODY'S ou de l'un de ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants ou fournisseurs et résultant de ou en lien avec les informations contenues ci-contre ou résultant de ou en lien avec l'utilisation ou l'incapacité d'utiliser l'une de ces informations.

AUCUNE GARANTIE, EXPRESSE OU IMPLICITE, CONCERNANT LE CARACTÈRE EXACT, OPPORTUN, COMPLET, COMMERCIALISABLE OU ADAPTÉ À UN USAGE PARTICULIER DE TOUTE NOTATION DE CREDIT, EVALUATION, AUTRE OPINION OU INFORMATION N'EST DONNÉE OU FAITE PAR MOODY'S SOUS QUELQUE FORME OU MANIÈRE QUE CE SOIT.

Moody's Investors Service, Inc., agence de notation de crédit filiale à cent pour cent de MOODY'S Corporation (« MCO »), informe par le présent document que la plupart des émetteurs de titres de créance (y compris les obligations émises par des sociétés et les obligations municipales, les titres de créances négociables, les billets à ordre ou de trésorerie et tous autres effets de commerce) et actions de préférence faisant l'objet d'une notation par Moody's Investors Service, Inc. ont, avant l'attribution de toute notation de crédit, accepté de verser à Moody's Investors Service, Inc., pour les avis et les services de notation de crédit fournis, des honoraires allant de \$ 1.000 à environ \$ 5.000.000. MCO et Moody's Investors Service appliquent également un certain nombre de règles et procédures afin d'assurer l'indépendance des notations de crédit de Moody's Investors Service et des processus de notation de crédit. Les informations relatives aux liens susceptibles d'exister entre les dirigeants de MCO et les entités faisant l'objet d'une notation, et entre les entités ayant fait l'objet de notations de crédit attribuées par Moody's Investors Service et ayant par ailleurs déclaré publiquement auprès de la SEC détenir une participation supérieure à 5% dans MCO, sont diffusées chaque année sur le site [www.moodys.com](http://www.moodys.com), dans la rubrique intitulée « Shareholder Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy ».

Conditions supplémentaires pour l'Australie uniquement : Toute publication de ce document en Australie s'effectue conformément à la licence australienne pour la fourniture de services financiers (AFSL) de la filiale de MOODY'S, MOODY'S Investors Service Pty Limited (ABN 61 003 399 657 AFSL 336969) et/ou de MOODY'S Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (le cas échéant). Ce document s'adresse exclusivement à des investisseurs institutionnels (« wholesale clients ») au sens de l'article 761G de la loi australienne sur les sociétés de 2001 (« Corporation Act 2001 »). En continuant à accéder à ce document depuis l'Australie, vous déclarez auprès de MOODY'S être un investisseur institutionnel, ou accéder au document en tant que représentant d'un investisseur institutionnel, et que ni vous, ni l'établissement que vous représentez, ne vont directement ou indirectement diffuser ce document ou son contenu auprès d'une clientèle de particuliers (« retail clients ») au sens de l'article 761G de la loi australienne sur les sociétés de 2001. La notation de crédit MOODY'S est un avis portant sur la qualité de crédit attachée au titre de créance de l'émetteur, et non un avis sur les titres de capital de l'émetteur ou toute autre forme de titre mis à disposition d'investisseurs particuliers.

Conditions supplémentaires pour le Japon uniquement : Moody's Japan K.K. (« MJKK ») est une agence de notation de crédit filiale à cent pour cent de Moody's Group Japan G.K., elle-même filiale à cent pour cent de Moody's Overseas Holdings Inc., elle-même filiale à cent pour cent de MCO. Moody's SF Japan K.K. (« MSFJ ») est une agence de notation de crédit filiale à cent pour cent de MJKK. MSFJ n'est pas une organisation de notation statistique reconnue au niveau national (« Nationally Recognized Statistical Rating Organization » ou « NRSRO »). En conséquence, les notations de crédit attribuées par MSFJ constituent des notations de crédit « Non-NRSRO » (« Non-NRSRO Credit Ratings »). Les notations de crédit « Non-NRSRO » sont attribuées par une entité qui n'est pas une organisation de notation statistique reconnue au niveau national et, en conséquence, le titre ayant fait l'objet d'une notation ne sera pas éligible à certains types de traitements en droit des Etats-Unis. MJKK et MSFJ sont des agences de notation de crédit enregistrées auprès de l'Agence Financière Japonaise (« Japan Financial Services Agency ») et leurs numéros d'enregistrement respectifs sont « FSA Commissioner (Ratings) n°2 » et « FSA Commissioner (Ratings) n°3 ».

MJKK ou MSFJ (le cas échéant) informe par le présent document que la plupart des émetteurs de titres de créances (y compris les obligations émises par des sociétés et les obligations municipales, les titres de créances négociables, les billets à ordre ou de trésorerie et tous autres effets de commerce) et actions de préférence faisant l'objet d'une notation par MJKK ou MSFJ (le cas échéant) ont, avant l'attribution de toute notation de crédit, accepté de verser à MJKK ou MSFJ (le cas échéant) pour les avis et les services de notation de crédit fournis, des honoraires allant de 100.000 JPY à environ 550.000.000 JPY.

MJKK et MSFJ appliquent également un certain nombre de règles et procédures afin d'assurer le respect des contraintes réglementaires japonaises.

RÉFÉRENCE DE LA PUBLICATION

1347762

## SERVICE CLIENTÈLE

Americas	1-212-553-1653
Asia Pacific	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454