

CREDIT OPINION

21 December 2023

Mise à jour



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

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

Johan Spohner +33 153 30 59 77
Ratings Associate
johan.spohner@moodys.com

Sebastien Hay +34.91.768.8222
Associate Managing Director
sebastien.hay@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

Mise à jour de l'analyse de crédit

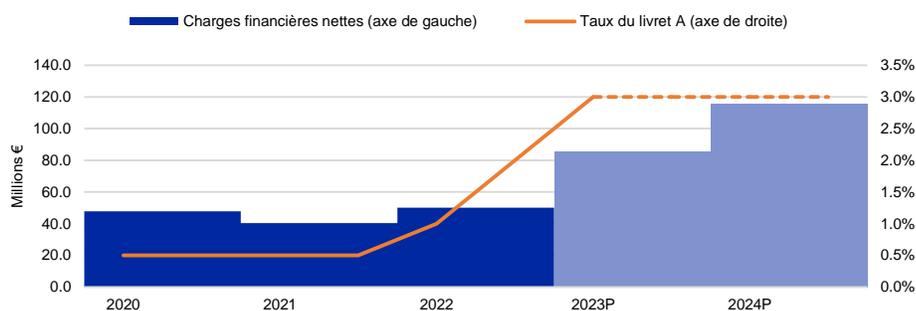
Sommaire

Le profil de crédit de [1001 Vies Habitat](#) (MVH, A1, perspective stable) reflète la forte concentration du bailleur sur son cœur d'activité de location de logements sociaux dans un cadre réglementaire 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, une activité stable et dégager une solide performance opérationnelle, dans un contexte de hausse des coûts d'exploitation et d'augmentations locales de la taxe foncière. Notre point de vue sur le crédit tient également compte des niveaux d'endettement élevés de MVH et de la détérioration 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](#) (Aa2, perspective stable) intervienne si MVH devait faire face à une crise aiguë de liquidité.

Graphique 1

L'augmentation forte et rapide du taux du Livret A exerce des pressions sur les dépenses d'intérêts de 1001 Vies Habitat

Chiffre d'affaires par source



P : Prévisions.

Source: 1001 Vies Habitat, Moody's Investors Service

Forces

- » Des pratiques de gouvernance particulièrement robustes

Le présent rapport est une traduction de [1001 Vies Habitat:Update to credit analysis](#), document publié le 21 décembre 2023.

- » Un cœur d'activité peu risqué de location de logements sociaux, qui génère des flux de trésorerie stables et prévisibles
- » Un cadre réglementaire favorable

Faiblesses

- » Des pressions croissantes sur les ratios de couverture des charges d'intérêt dues à des taux d'intérêt et à une inflation des prix plus élevés
- » Un niveau d'endettement élevé

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

	2020	2021	2022	2023P	2024P
Logements sous gestion (nombre)	90,194	89,892	90,217	91,711	92,490
Marge opérationnelle, avant intérêts (%)	16%	14%	10%	12%	14%
Dépenses d'investissement nettes en % des revenus d'exploitation	21%	35%	12%	22%	21%
Couverture des intérêts par les revenus locatifs sociaux (x)	2.1x	2.2x	1.4x	0.9x	0.9x
Couverture des intérêts par les flux de trésorerie ajustés de la volatilité (x)	3.6x	3.4x	4.2x	2.4x	2.1x
Dette / revenus (x)	5.9x	6.0x	6.0x	6.0x	5.9x
Dette / actifs (%)	65%	65%	65%	65%	65%

P : Prévisions.

Source: 1001 Vies Habitat, Moody's Investors Service

Critères détaillés pris en compte dans le profil de crédit

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

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 de soutien exceptionnel du gouvernement français dans l'éventualité où l'entité serait confrontée à une crise aiguë de la liquidité.

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.

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](#) (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](#) (Aa3, perspective stable), la stratégie de développement du bailleur social a été peu encline à la prise de risque : 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 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.

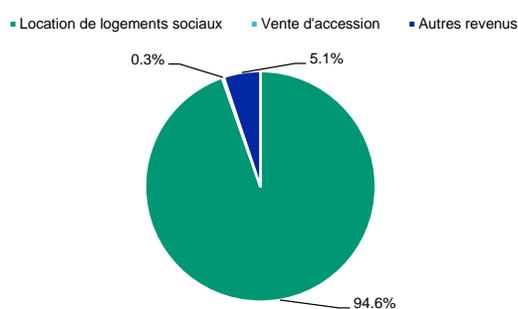
La structure du groupe est simple et profondément intégrée au sein des cinq filiales, avec de nombreux services partagés, tels que les achats et le quittancement, se traduisant par des économies d'échelle. Le groupe a ainsi pu maintenir des marges élevées et nous prévoyons que la marge opérationnelle restera supérieure à 10 % du chiffre d'affaires au cours des deux 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 (environ 1,5 % du chiffre d'affaires de 2021), partiellement compensés par une indemnisation assurantielle de 4,7 millions d'euros perçue en 2023.

Un cœur d'activité peu risqué de location de logements sociaux, qui génère des flux de trésorerie stables et prévisibles

MVH bénéficie de revenus stables et prévisibles provenant de son activité principale, la location de logements sociaux, qui représentent plus de 90 % de son chiffre d'affaires (voir Graphique 3). Plus de 40 % des locataires perçoivent des aides au logement de l'État, une large part de ces allocations étant versée directement par l'État au bailleur, contribuant à assurer des flux de trésorerie stables et prévisibles et limitant le risque de retards de paiement et d'impayés. En 2022-2023, les décisions de l'Etat d'augmenter les aides au logement¹ et de limiter la hausse des coûts de l'énergie² ont soutenu le pouvoir d'achat des locataires et limitent le risque d'impayés pour les bailleurs sociaux malgré le contexte inflationniste. Le bailleur a également 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. Nous nous attendons ainsi à ce que MVH améliore son niveau de créances douteuses et d'arriérés, qui a temporairement augmenté après la cyberattaque de 2021.

Graphique 3

Les revenus de MVH sont fortement concentrés sur l'activité peu risquée de location de logements sociaux Chiffres d'affaires par catégorie de revenus en 2022



Source: 1001 Vies Habitat, Moody's Investors Service

Le cadre réglementaire français du logement social limite la capacité des bailleurs à s'engager, pour accroître leurs revenus, dans des activités autres que des activités purement locatives et sociales et ainsi dans des activités risquées. Contrairement aux bailleurs sociaux en Angleterre qui ont la possibilité de vendre et louer des logements au prix du marché sans contraintes, la nature et le niveau des risques que les bailleurs sociaux français peuvent prendre sont limités. Les activités locatives autres que sociales, telles que la location de parkings ou de biens à usage commercial, génèrent une part marginale des revenus de MVH.

Pour alimenter les ressources propres finançant l'investissement, les bailleurs sociaux s'appuient sur l'accession sociale à la propriété et les ventes d'actifs. MVH se donne pour but de vendre environ 1000 unités au cours de 2024 (environ 1 % de ses unités sous gestion), dont plus de 80 % 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

Le logement social est un secteur clef de la politique du logement en France, représentant 16 % du parc immobilier total avec 5,3 millions de logements et logeant environ 10 millions de personnes, soit 15 % de la population française³. La politique française du logement est généralement stable et les changements se font en concertation avec les fédérations professionnelles de bailleurs sociaux et les principaux autres acteurs du secteur. Les nouvelles réglementations sont mises en place de manière graduelle, permettant aux bailleurs de les mettre en œuvre sur la base de recommandations techniques formulées par les fédérations.

En France, le modèle de financement des bailleurs sociaux repose sur des prêts dédiés de la [Caisse des Dépôts et Consignations](#) (CDC, Aa2, perspective stable) afin de financer les besoins d'investissement importants du secteur. Les bailleurs ont un accès illimité aux financements stables de la CDC, qui se caractérisent par leurs maturités longues et leurs annuités lissées. Le coût des prêts varie selon la catégorie de loyers perçus par le bailleur. Les taux d'intérêts des prêts de la CDC sont indexés sur le taux du Livret A, défini par le gouvernement central sur la base d'une formule intégrant l'inflation des prix et les taux d'intérêt à court terme⁴. Les dépenses d'intérêt des bailleurs sociaux sont faites pour suivre les loyers, lesquels évoluent en principe par rapport à un indice basé sur l'inflation des prix à la consommation (IRL, indice de référence des loyers). Contrairement à l'Angleterre où le financement du secteur repose principalement sur des subventions, les subventions accordées par l'Etat sont limitées et généralement dédiées aux démolitions, une activité largement subventionnée⁵. [Action Logement Services](#) (ALS, Aa2, perspective stable) offre également des subventions à l'ensemble des bailleurs sociaux à travers un fonds national d'aide à la construction (Fonds national d'aide à la pierre).

Les bailleurs sociaux français opèrent dans un environnement fortement réglementé, sous l'étroite surveillance du régulateur du secteur, l'ANCOLS (Agence nationale de contrôle du logement social), de la CGLLS (Caisse de Garantie du Logement Locatif Social) et de la CDC. Les Entreprises Sociales pour l'Habitat (ESH) ou organismes de logement social privé, comme MVH, sont également encadrés par le Comité d'Autocontrôle et de Prévention (CAP). D'un point de vue financier, le régulateur assure le suivi en continu de nombreux indicateurs de performance⁶. En cas d'irrégularités importantes, l'ANCOLS peut contraindre les bailleurs sociaux à y remédier et proposer des sanctions en cas de non-remédiation⁷. La mission de la CGLLS est de protéger l'investissement public du secteur du logement social en intervenant de manière précoce et efficace lorsque cela est nécessaire, via des financements supplémentaires et des garanties financières ou en organisant la reprise d'un bailleur social en difficulté ou défaillant. La CDC, en plus d'être le prêteur privilégié, surveille et fixe des seuils de performance pour les bailleurs sociaux, qui soumettent leurs comptes financiers et leurs plans d'affaires prospectifs sur cinq ans pour examen. La CDC peut décider de ne pas accorder de prêt ou d'annuler les prêts accordés si la situation financière d'un bailleur social se détériore. Nous constatons également que, du fait de la relative rigidité du cadre réglementaire en matière de gestion de la dette et des placements financiers, les niveaux et le type de risques que les bailleurs sociaux peuvent prendre sont limités.

Des pressions croissantes sur les ratios de couverture des charges d'intérêt dues à des taux d'intérêt et une inflation des prix plus élevés

Nous prévoyons que les charges d'intérêts nettes de MVH atteindront 85,8 millions d'euros en 2023 et 115,7 millions d'euros en 2024, contre 50,1 millions d'euros en 2022. Cette hausse est liée à l'augmentation forte et rapide du taux du Livret A, qui a atteint 3 % en février 2023 après avoir enregistré son plus bas historique, à 0,5 %, en 2021. En dépit de la décision du gouvernement de maintenir ce taux à 3 % jusqu'à la fin janvier 2025, les dépenses d'intérêt de MVH resteront élevées, en raison du niveau élevé d'endettement ainsi que de la part significative de la dette indexée au taux du livret A (environ trois quarts du stock de dette).

Par conséquent, nous nous attendons à ce que les ratios de couverture des charges d'intérêt de MVH subissent une détérioration significative en 2023, avec des niveaux qui devraient rester faibles en 2024 par rapport aux années précédentes. Le ratio de couverture des intérêts par les revenus locatifs sociaux (SHLIC) - mesure de la capacité du bailleur à payer ses dépenses d'intérêt nettes à partir du surplus généré uniquement par les revenus de la location de logements sociaux - diminuera à un niveau faible de 0,9 fois en 2023-24, contre 1,4 fois en 2022. Le ratio de couverture des intérêts par les flux de trésorerie ajustés de la volatilité (CVIC) - indicateur de la

capacité des flux de trésorerie avant versement des intérêts, ajustés de la volatilité historique, à couvrir les dépenses d'intérêt nettes - diminuera également à 2,4 fois en 2023 (contre 4,2 fois en 2022). L'impact d'un taux plus élevé du Livret A sur le service de la dette est néanmoins limité par le mécanisme de « double révisibilité » de la CDC. Lorsque le taux du Livret A augmente rapidement, la part de remboursement en capital dans l'échéance de remboursement diminue afin de compenser la hausse des dépenses d'intérêt, de telle sorte que le service de la dette évolue faiblement, limitant les effets sur les flux de trésorerie.

En outre, les loyers sociaux augmentent moins rapidement que les dépenses d'intérêt et l'inflation des coûts, notamment relatifs à la maintenance, à l'entretien et à la construction. Depuis 2018, la réduction de loyer de solidarité (RLS) instituée par le gouvernement a limité la marge de manœuvre de MVH en matière de revenus, entraînant chaque année une perte des revenus issus des loyers sociaux. De plus, le régime de fixation des loyers s'inscrit dans un cadre relativement rigide, affaiblissant la capacité des bailleurs sociaux à compenser l'augmentation rapide des dépenses. En 2023, MVH a pu augmenter les loyers jusqu'à 3,6 % ; toutefois, l'impact sur les flux de trésorerie ne permettra pas d'améliorer les taux de couverture des charges d'intérêt, puisque la hausse des loyers (1) reste très inférieure à celle des coûts de maintenance et d'entretien (6,2 % en g.a. au T2 2023), des coûts de construction (8 % en g.a. au T2 2023) ou de l'inflation générale des prix à la consommation (5,7 % en g.a. en septembre 2023, IPCH), et (2) ne compense pas le choc du relèvement du taux du Livret A opéré en 2022, année au cours de laquelle l'augmentation des loyers par les bailleurs sociaux a été limitée à 0,42 %. Malgré ce contexte macroéconomique difficile auquel s'ajoutent des hausses locales de taxes foncières, nous anticipons que MVH conservera une marge opérationnelle solide, à un niveau supérieur à 10 % du chiffre d'affaires sur la période 2023-24.

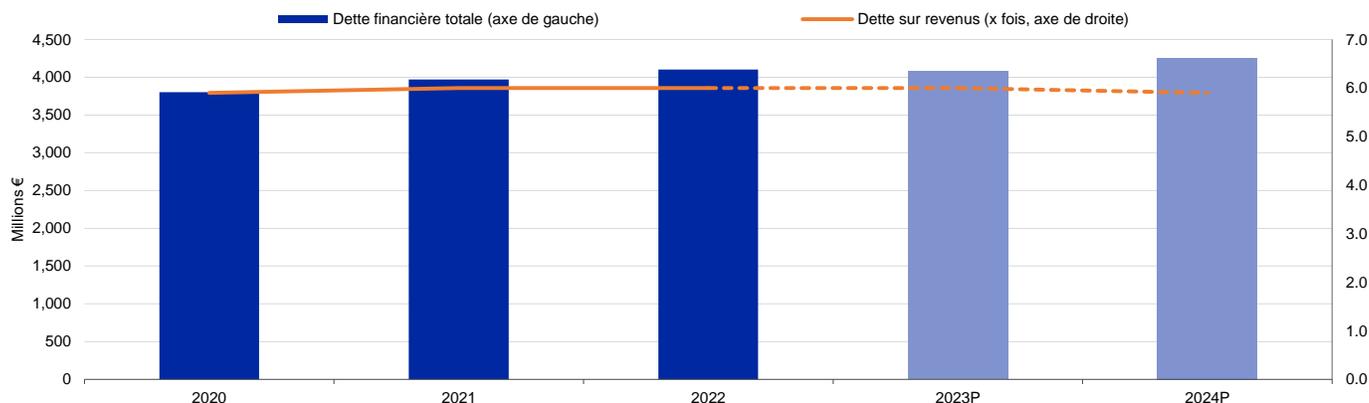
Un niveau d'endettement élevé

Le plan de croissance de MVH prévoit le développement ou l'acquisition de 2200 logements sociaux en 2024, ce qui correspond environ à 2,5% du parc. De plus, MVH prévoit de dépenser 80 millions d'euros pour la rénovation de logements. La forte augmentation des coûts de construction depuis 2020 gonfle les dépenses en capital, réduit la rentabilité à long terme et augmente les besoins de financement. Cela pourrait entraîner des besoins d'emprunt plus élevés, avec pour conséquence des ratios de dette plus élevés que prévu. MVH prévoit de réviser son plan d'affaires en 2024 et pourrait décider d'ajuster davantage à la baisse son programme d'investissement.

MVH finance principalement ses besoins en dépenses de capital par l'endettement. Par conséquent, les niveaux de dette sont élevés. À la fin de l'année 2022, la dette totale de MVH s'élevait à 4,1 milliards d'euros, soit 6,0 fois ses revenus et environ 65% de ses actifs (calculés au coût). Nous prévoyons que son ratio dette/revenu restera à peu près à ces niveaux en 2023 et 2024. Un tel ratio est élevé et se situe dans la fourchette la plus faible de notre méthodologie (entre 5,0x et 6,5x).

Graphique 4

Le niveau d'endettement de MVH demeurera élevé



P : Prévisions.

Source: 1001 Vies Habitat, Moody's Investors Service

Éléments retenus pour déterminer le soutien exceptionnel

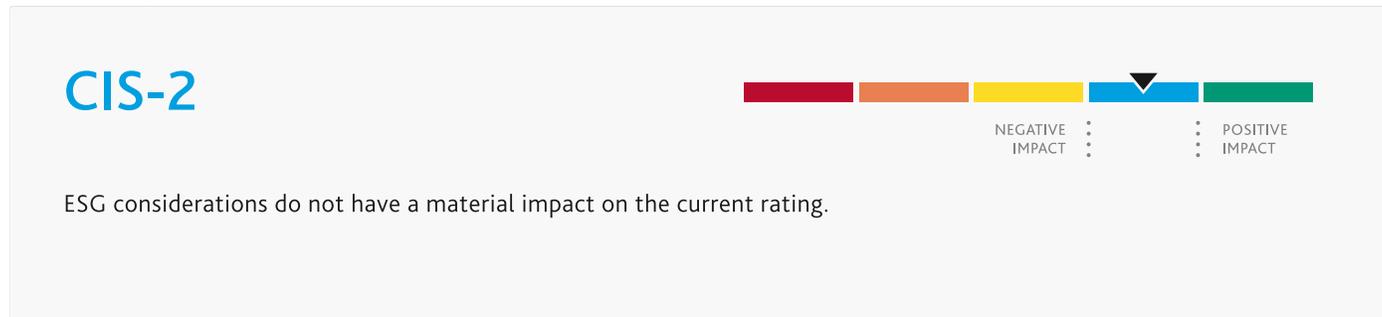
MVH bénéficie d'une forte probabilité de soutien exceptionnel qui est révélatrice de l'importance du logement social en France et du large périmètre de compétences dont dispose, en matière de recours, le régulateur en cas de difficultés financières. Le soutien exceptionnel se matérialise par le biais 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.

Intégration de la dimension ESG (critères environnementaux, sociaux et de gouvernance)

1001 Vies Habitat's ESG credit impact score is CIS-2

Exhibit 5

ESG credit impact score



Source: Moody's Investors Service

Le score d'impact de crédit de MVH (**CIS-2**) reflète 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

Environnementaux

Nous évaluons le score de profil d'émetteur environnemental de MVH à **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 aiguë 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 à **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, MVH 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.

Gouvernance

Nous évaluons le score de profil d'émetteur de Gouvernance de MVH à **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 Moodys.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 grille d'analyse.

Graphique 7

Scorecard 2022

1001 Vies Habitat			
Baseline Credit Assessment	Pondération	Valeur	Score
Facteur 1: Cadre institutionnel			
Environnement opérationnel	10%	a	a
Cadre réglementaire	10%	aa	aa
Facteur 2: Positionnement de marché			
Unités sous gestion	10%	90,217	aa
Facteur 3: Performance financière			
Marge opérationnelle	5%	10%	ba
Couverture des intérêts par les revenus locatifs sociaux	10%	1.4x	baa
Couverture des intérêts par les flux de trésorerie ajustés de la volatilité	10%	4.2x	aaa
Facteur 4: Dette et liquidité			
Dette sur revenus	5%	6.0x	b
Dette sur actifs	10%	65%	b
Couverture de liquidité	10%	1.5x	a
Facteur 5: Gestion et gouvernance			
Gestion financière	10%	aa	aa
Stratégie en matière de dette et d'investissement	10%	baa	baa
BCA obtenu à partir de la grille d'évaluation			a3
BCA assigné			a3

Source: Moody's Investors Service

Notations

Figure 8

Catégorie	Notation Moody's
1001 VIES HABITAT	
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

Endnotes

- En août 2022, parmi les mesures d'urgence pour préserver le pouvoir d'achat des ménages, le gouvernement français a revalorisé les aides au logement de 3,5%.
- En septembre 2022, le gouvernement français a prolongé pour l'année 2023 le plafonnement à 15% de la hausse des coûts de l'énergie.
- En 2022. Source : [Ministère de la Transition Écologique](#)
- Le gouvernement français peut décider de ne pas suivre la formule. Par exemple, en février 2023, afin de limiter les impacts sur les dépenses d'intérêt des bailleurs sociaux, le gouvernement a défini le taux du Livret A à 3 %, alors que la stricte application de la formule aboutissait à un taux de 3,3 % ; le gouvernement a ensuite décidé, en août 2023, de bloquer le taux à 3 % jusqu'en janvier 2025.
- Les démolitions font partie de la stratégie nationale de rénovation urbaine (Plan National de Rénovation Urbaine, PNRU). Une agence nationale dédiée (Agence Nationale pour la Rénovation Urbaine, ANRU) finance et appuie la mise en œuvre de cette stratégie.

6 Notamment l'endettement, les coûts de fonctionnement, les taux de vacance, le taux de recouvrement des créances douteuses et la capacité d'autofinancement

7 Y compris, la révocation du conseil d'administration et la nomination d'un administrateur provisoire, le retrait du mandat ou la dissolution du bailleur social par décret ministériel

© 2023 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 CRÉDIT 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 INDICÉES DANS LES NOTATIONS DE CRÉDIT ÉMISES 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 CRÉDIT (« 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 AFFÉRENTS 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 CRÉDIT, 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 DÉTENER 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 de crédit 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 de 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 CRÉDIT, ÉVALUATION, 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, Inc. 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.moody's.com, dans la rubrique intitulée « Shareholder Relations — Corporate Governance — Charter Documents — 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 ».

MJJK 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 MJJK ou MSFJ (le cas échéant) ont, avant l'attribution de toute notation de crédit, accepté de verser à MJJK 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.

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

RÉFÉRENCE DE LA PUBLICATION

1391130

SERVICE CLIENTÈLE

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