

CREDIT OPINION

14 February 2023

Mise à jour



Envoyez-nous vos commentaires

NOTATIONS

Tisseo Collectivites

Domicile	France
Notation à long terme	A2
Catégorie	LT Issuer Rating - Fgn 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

Matthieu Collette +33.1.5330.1040
VP-Senior Analyst
matthieu.collette@moodys.com

Marc-Antoine Galey +33.1.5330.3429
Associate Analyst
marc-antoine.galey@moodys.com

Sebastien Hay +34.91.768.8222
Senior Vice President/Manager
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

Tisseo Collectivites

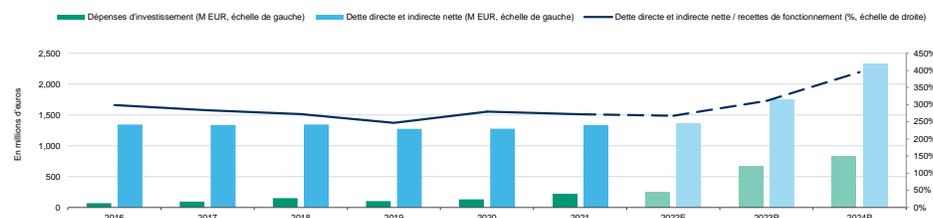
Mise à jour à la suite de l'attribution d'une notation de dette à court terme

Synthèse

Le profil de crédit de [Tisséo Collectivités](#) (A2 stable/Prime-1) reflète une performance opérationnelle très solide, un cadre de gouvernance robuste et l'attractivité d'un territoire dont la croissance économique potentielle est forte. Les notations sont contraintes par un coût élevé de la dette, qui reflète des transactions anciennes, ainsi qu'un endettement élevé, et qui augmentera encore davantage en raison d'un plan pluriannuel d'investissement important. Le profil de crédit de Tisséo Collectivités est également soutenu par la forte probabilité d'un soutien exceptionnel de la part de [Toulouse Métropole](#) (Aa2 stable), dans le cas où l'émetteur serait confronté à une crise de liquidité extrême.

Graphique 1

La dette augmentera encore davantage en raison d'un plan d'investissement important



E = estimations, P = prévisions

Source: Tisséo Collectivités et Moody's Investors Service

Forces

- » Une performance opérationnelle très solide
- » Un territoire attractif et ayant un fort potentiel de croissance économique
- » Une gouvernance et une position de liquidité robustes

Le présent rapport est une traduction de [Tisseo Collectivites \(France\):Update following short-term debt rating assignment](#), document publié le 14 février 2023.

Faiblesses

- » Un coût élevé de la dette qui reflète des transactions anciennes, ainsi qu'un endettement très élevé
- » La dette augmentera davantage en raison d'un plan pluriannuel d'investissement important

Perspective de notation

La perspective stable prend en considération nos attentes d'une capacité de Tisséo Collectivités à conserver un ratio très élevé d'épargne brute. Elle reflète également l'engagement de l'exécutif de Tisséo Collectivités à utiliser la marge de manœuvre dont il jouit pour maintenir à l'avenir une épargne brute suffisamment solide pour garantir la soutenabilité d'une charge de la dette en augmentation et alors qu'elle est déjà élevée, notamment pour naviguer dans un environnement économique potentiellement plus difficile.

Facteurs susceptibles de conduire à un relèvement de notation

Un poids de la dette significativement plus faible, et sur une période de temps prolongée, que ce que Moody's anticipe actuellement serait de nature à influencer positivement sur la notation, notamment si elle était associée à une amélioration rapide du coût de la dette.

Facteurs susceptibles de conduire à un abaissement de notation

Des dépassements de coûts sur le programme d'investissement de Tisséo Collectivités entraînant un pic d'endettement beaucoup plus élevé et/ou un affaiblissement de la performance opérationnelle exerceraient des pressions à la baisse sur ses notations. Parallèlement, un relâchement dans l'engagement de l'exécutif de Tisséo Collectivités à utiliser ses marges de manœuvre en cas de besoin tout comme un resserrement dans l'accès de Tisséo Collectivités aux sources de financement externe entraîneraient également des pressions à la baisse. L'affaiblissement de la qualité de crédit de Toulouse Métropole influencerait aussi négativement sur les notations de Tisséo Collectivités.

Indicateurs-clés

Tisséo Collectivités

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023F	2024F
Épargne brute / recettes de fonctionnement (%)	23.7	27.1	30.4	23.2	29.0	30.1	27.6	28.3
Dépenses d'investissement / dépenses totales (%)	20.7	29.5	22.1	27.1	37.9	41.4	62.2	66.3
Ratio d'autofinancement	1.2	0.9	1.7	0.9	72.7	71.7	31.2	26.3
Capacité (besoin) de financement / recettes totales (%)	3.9	-2.1	12.6	-2.0	-11.5	-13.3	-74.7	-95.4
Charges d'intérêts / recettes de fonctionnement (%)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Transferts reçus / recettes de fonctionnement (%)	22.2	21.2	20.0	22.9	21.8	21.3	24.5	24.6
Tarifs et frais / recettes de fonctionnement (%)	18.1	19.7	19.8	14.6	16.6	19.3	20.3	20.4
Dette directe et indirecte nette / recettes de fonctionnement (%)	283.7	272.4	246.9	279.7	272.1	267.6	311.0	395.1

E = estimations, P = prévisions

Source: Tisséo Collectivités et Moody's Investors Service

Critères détaillés pris en compte dans le profil de crédit

Le 8 février 2023, Moody's a attribué une notation Prime-1 (P-1) à court terme en monnaie locale au programme de NEU CP (Negotiable European Commercial Paper) de dette senior non garantie de 200 millions d'euros de Tisséo Collectivités et a affirmé les notations A2/ P-1 d'émetteur à long et à court termes en monnaies locale et étrangères ainsi que son BCA (Baseline Credit Assessment ou évaluation du risque de crédit intrinsèque) de a3. La perspective reste stable.

Le profil de crédit de Tisséo Collectivités, tel qu'exprimé dans sa notation A2 avec perspective stable, reflète une évaluation de crédit intrinsèque (ou BCA, Baseline Credit Assessment) de a3 et une forte probabilité d'un soutien exceptionnel de la part de Toulouse Métropole, dans le cas où l'émetteur serait confronté à une crise de liquidité extrême.

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.

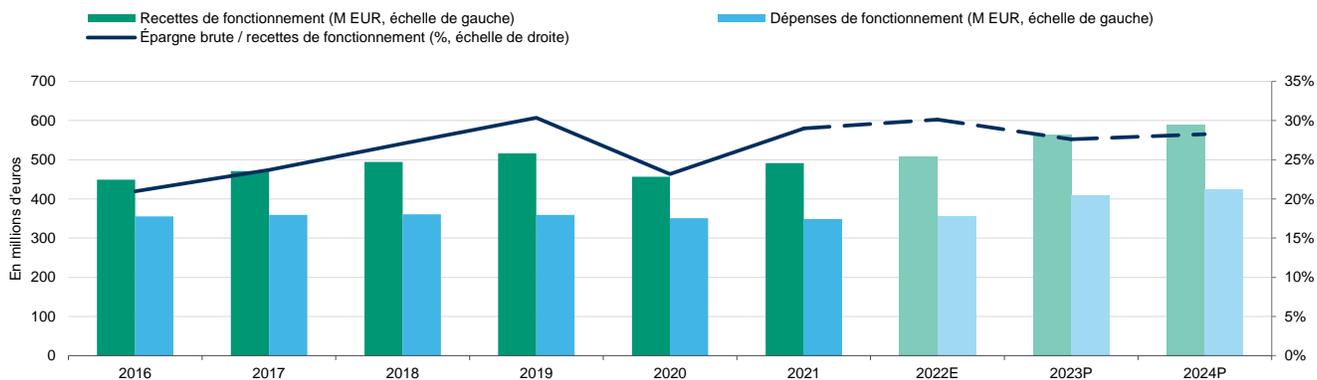
Évaluation du risque de crédit intrinsèque (BCA - Baseline Credit Assessment)

Une performance opérationnelle très solide, bénéficiant de sources de revenus diversifiées

Nous nous attendons à ce que le ratio d'épargne brut de Tisséo Collectivités reste très solide, autour de 28% des recettes de fonctionnement en 2023-24, contre 30% en 2022 et en ligne avec la moyenne annuelle de 28% entre 2018 et 2022. Les recettes de fonctionnement de Tisséo Collectivités bénéficieront ainsi de taux de croissance constants de leurs trois principales sources. Les recettes du versement mobilité – une taxe payée sur les salaires par les entreprises privées ainsi que les entités publiques et qui représente plus de la moitié des recettes de fonctionnement – évolueront parallèlement à la croissance nominale du PIB positive attendue pour la France dans notre scénario principal et contribueront ainsi à amortir l'inflation. Les recettes de versement mobilité atteindront 325 millions d'euros en 2024, soit 55% des recettes de fonctionnement. Bien que les recettes tarifaires soient attendues à hauteur de 100 millions d'euros à fin 2022 et demeurent inférieures de 2 % à leur niveau pré-pandémie, nous prévoyons qu'elles s'établiront à 118 % de leur niveau pré-pandémie en 2024 (120 millions d'euros ou 20 % des recettes de fonctionnement), soutenues par des plans d'augmentation de l'offre de transport ainsi que par une augmentation des tarifs déjà effective. Les contributions des membres de l'intermunicipalité dont Toulouse Métropole (Aa2 stable), le membre principal de Tisséo Collectivités, s'accroîtront à 145 millions d'euros en 2024 (ou 25 % des recettes de fonctionnement) contre 108 millions d'euros fin 2022. L'augmentation de 29 millions d'euros de la contribution de Toulouse Métropole en 2023 supportera matériellement la croissance de 11% des recettes de fonctionnement totales, contribuant ainsi à atténuer les impacts de l'inflation des prix sur les dépenses. La hausse de 15% des dépenses de fonctionnement totales sera tirée par une croissance de 17% des charges d'exploitation du réseau de transport public (représentant environ trois quarts des dépenses de fonctionnement de Tisséo Collectivités), avant de se normaliser en 2024, en ligne avec notre scénario central pour l'inflation des prix et avec l'historique de Tisséo Collectivités en matière de contrôle des dépenses de fonctionnement, illustré par leur niveau presque stable entre 2017 et 2021, autour de 355 millions d'euros.

Graphique 3

Le ratio d'épargne brute restera très élevé à horizon 2024



E = estimations, P = prévisions

Source: Tisséo Collectivités et Moody's Investors Service

Un territoire attractif et ayant un fort potentiel de croissance économique

En qualité de collectivité locale organisant, gérant et finançant les mobilités (principalement les transports publics) dans l'agglomération toulousaine, Tisséo Collectivités bénéficie de l'attractivité du territoire au sein duquel elle opère ainsi que de son fort potentiel de croissance économique. Ces deux éléments soutiennent l'importante base fiscale de l'intercommunalité (la base fiscale du versement mobilité est la plus importante de France, à l'exception de la [Région Ile-de-France](#) [Aa2 stable]), la demande en transports publics et la solidité financière de ses quatre membres.

À la fin de l'année 2020, le produit intérieur brut (PIB) local par habitant représentait 113 % du PIB national par habitant. Le territoire est également le seul en France à atteindre l'objectif européen 2020 en matière d'intensité en recherche et développement (R&D) de 3 % du PIB, un facteur de croissance économique à long terme. Bien que l'économie du territoire, en tant que capitale historique de l'aéronautique en France et aujourd'hui capitale de l'industrie aérospatiale en Europe (environ un quart de tous les emplois européens dans l'aérospatiale), ait été pénalisée par le choc économique provoqué par la pandémie de coronavirus, elle a rebondi plus rapidement que prévu car bien diversifiée et bénéficiant de l'implantation de sièges d'entreprises mais aussi des équipes et activités de R&D, y

compris ceux de leaders du marché tels qu'[Airbus SE](#) (A2 stable), [Thales](#) (A2 stable), Rockwell Collins et Safran, établis dans la région depuis longtemps. A cela s'ajoute aussi, la part importante de la commande publique aux les secteurs de la défense et de l'aérospatiale.

L'attractivité du territoire se reflète dans sa démographie. Avec une population en forte croissance (en hausse de 8,3 % entre 2013 et 2019, contre 2,2 % pour la France sur la même période) et 734 944 habitants à la fin de l'année 2019, Toulouse Métropole est la sixième plus grande zone métropolitaine parmi les 24 que compte l'hexagone. Le territoire se caractérise également par une très importante population d'étudiants (un habitant sur quatre dans la ville de Toulouse) et de chercheurs.

Une gouvernance et une position de liquidité robustes

Tisséo Collectivités démontre de bonnes pratiques de gouvernance, qui se reflètent dans sa stratégie financière transparente, bien définie - mettant clairement l'accent sur la capacité de l'entité à disposer d'un solde d'épargne brute élevé pour financer les dépenses d'investissement - et partagée par les élus, ses membres et l'administration. La bonne gouvernance de Tisséo Collectivités se reflète également dans ses pratiques budgétaires prudentes et sa planification financière pluriannuelle élaborée. Cela permet à Tisséo Collectivités de disposer d'un plan de remédiation crédible et de mobiliser ses sources de flexibilité budgétaire en cas de dépassement des coûts ou de choc sur les recettes. Ces dernières années, Tisséo Collectivités a utilisé sa flexibilité budgétaire. Afin d'amortir l'impact des pressions inflationnistes sur les dépenses de fonctionnement et d'investissement et ainsi respecter les contraintes que l'exécutif s'est donné, incluant une capacité de désendettement (ratio dette/ épargne brute) inférieure à 18 années, Tisséo Collectivités a décidé de reporter des projets d'investissement en 2022 et les transferts de Toulouse Métropole se sont accrus en 2023.

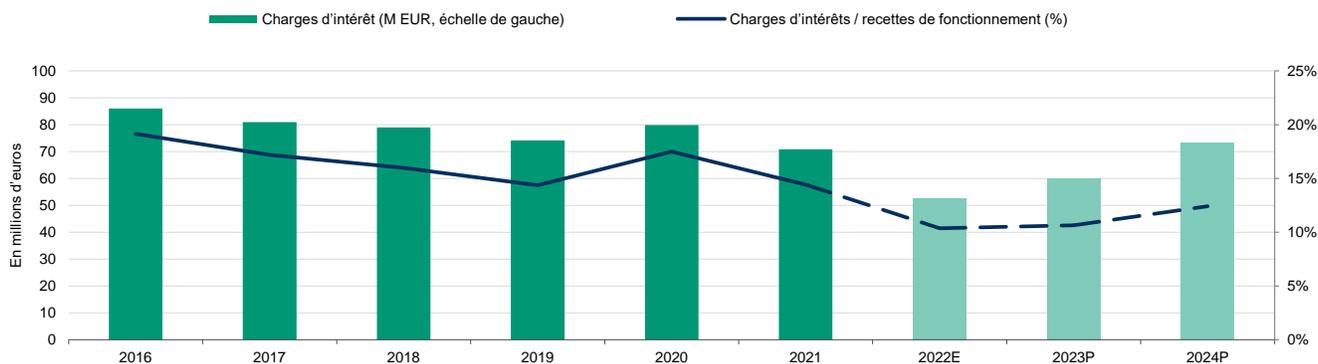
En 2022, en raison des pressions inflationnistes et de l'impact qu'elles ont sur le coût des investissements, Tisséo Collectivités a utilisé sa flexibilité pour reporter des projets d'investissement et ainsi respecter les contraintes que l'exécutif s'est donné, incluant une capacité de désendettement (ratio dette/ épargne brute) inférieure à 18 années.

Tisséo Collectivités bénéficie d'une trésorerie saine et solide, soutenue par des flux de trésorerie prévisibles et réguliers, en ligne avec les autres collectivités locales françaises. Tisséo Collectivités bénéficie également d'un très bon accès au financement externe, y compris les financements sécurisés des banques publiques de développement, au rang desquelles la [Banque européenne d'investissement](#) (AAA stable), la [Caisse des dépôts et consignations](#) (Aa2 stable), la [SFIL](#) (Aa2 stable) et l'[Agence France Locale](#) (AFL Aa3 stable). En août 2022, les prêteurs publics représentaient 67 % de l'encours de dette de Tisséo Collectivités, le reste de l'encours se divisant entre banques commerciales françaises et étrangères à la qualité de crédit très solide (26 % et 3 % respectivement) et émissions obligataires (4 %). Pour répondre à ses besoins futurs croissants et diversifier encore davantage ses sources de financement, l'intercommunalité a lancé en 2023 un programme d'émission de titres négociables à court terme (NEU CP, Negotiable European Commercial Paper) et lancera un programme EMTN (European Medium Term Notes) en 2023. Les dépenses d'investissement de Tisséo Collectivités étant proches d'être 100 % vertes, nous nous attendons également à ce que la structure de coopération émette des obligations vertes.

Un coût élevé de la dette qui reflète des transactions anciennes, ainsi qu'un endettement très élevé

À la fin de l'exercice 2022, la dette directe et indirecte nette de Tisséo Collectivités a atteint 1,4 milliard d'euros, soit 268 % des recettes de fonctionnement, avec des charges d'intérêt représentant 10 % des recettes de fonctionnement, pour un niveau bien plus élevé que les pairs notés. Ce ratio devrait rester élevé dans les 2 à 3 prochaines années, ce qui continuera de peser sur la notation. Ce coût élevé de la dette reflète non seulement un endettement très élevé à date, mais aussi une structure de la dette relativement complexe et des transactions anciennes. En août 2022, 78 % de son encours de dette est à taux fixe et 7,6 % est constitué de produits structurés.

Graphique 4

Le coût de la dette de Tisséo Collectivités va demeurer élevé

E = estimations, P = prévisions

Source: Tisséo Collectivités et Moody's Investors Service

La dette augmentera encore davantage en raison d'un plan pluriannuel d'investissement important

D'ici 2024, nous nous attendons à ce que l'endettement de Tisséo Collectivités augmente encore davantage pour atteindre 395 % des recettes de fonctionnement (2,331 milliards d'euros) afin de financer les dépenses d'investissement. Entre 2022 et 2030, Tisséo Collectivités s'est engagé à dépenser 4 milliards d'euros pour développer son réseau, y compris la construction d'une nouvelle ligne de métro (la troisième), afin de soutenir les objectifs de croissance, de densification et de durabilité du territoire (y compris la création d'une zone à faibles émissions et la réduction des émissions de carbone). Par conséquent, nous prévoyons une augmentation progressive des dépenses d'investissement à 765 millions d'euros en 2024, contre 251 millions d'euros en 2022, et contre une moyenne de 127 millions d'euros sur la période 2016-21.

Le programme d'investissement de Tisséo Collectivités bénéficie de contributions importantes du gouvernement français et de l'[Union européenne](#) (Aaa stable) dans le cadre du Mécanisme pour l'interconnexion en Europe (MIE) et nous nous attendons à ce que les subventions représentent 530 millions d'euros entre 2022 et 2030 ou 14 % des besoins de financement. En raison de l'importance stratégique des transports verts dans les plans de relance européens et français, nous considérons ce montant comme un minimum. Bien que ce vaste plan d'investissement devrait également générer des avantages économiques et sociaux (y compris la création de 3 000 nouveaux emplois permanents) sur la période 2023-2030, nous nous attendons à ce qu'il soit financé à 75 % par la dette, dans notre scénario de base. L'encours de dette de Tisséo Collectivités atteindrait ainsi son plus haut niveau autour de 2028, à environ 3,7 milliards d'euros, soit 2,7 fois la dette en circulation en 2022.

Éléments retenus pour déterminer le soutien exceptionnel

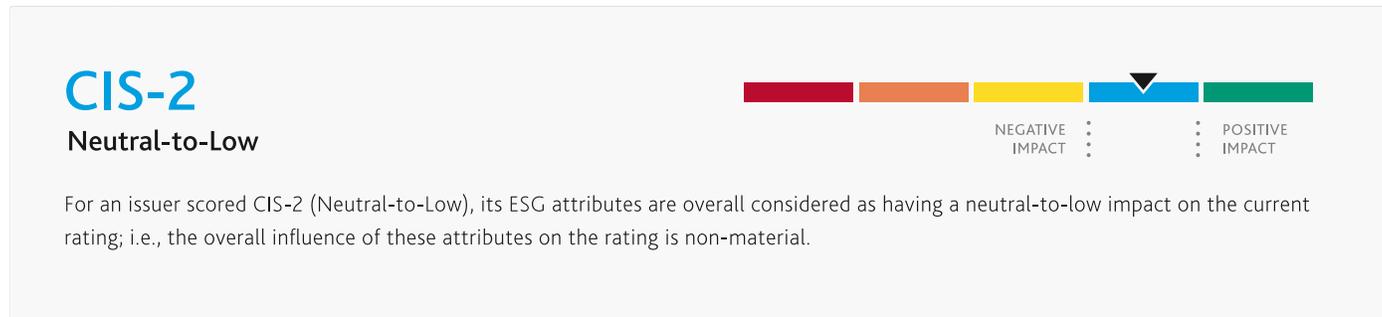
Le soutien exceptionnel que Toulouse Métropole pourrait apporter est fort. Notre évaluation porte principalement sur le rôle stratégique de Tisséo Collectivités pour l'agglomération toulousaine en tant que structure de coopération organisant, gérant et finançant les transports publics.

Considérations ESG

Le score d'impact de crédit de Tisséo Collectivités est neutre-à-faible (CIS-2)

Graphique 5

Score d'impact de crédit ESG

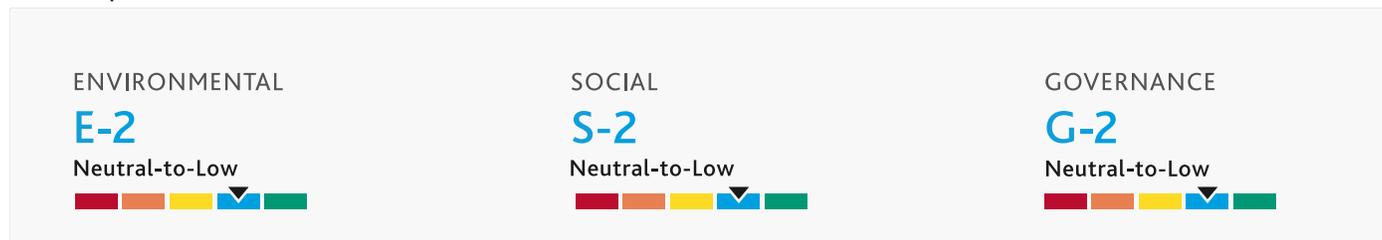


Source: Moody's Investors Service

Le score d'impact de crédit de Tisséo Collectivités est neutre-à-faible (**CIS-2**), reflétant sa faible exposition aux risques environnementaux, sociaux et de gouvernance, ainsi que sa forte résilience aux chocs grâce à sa solidité budgétaire intrinsèque et au support externe (notamment de la part du gouvernement central en cas de catastrophe naturelle).

Graphique 6

Scores de profil d'émetteur ESG



Source: Moody's Investors Service

Environnemental

L'exposition de Tisséo Collectivités aux risques environnementaux est faible pour la plupart des catégories. L'exception que nous considérons modérément négative est liée à l'exposition du territoire à la sécheresse. Son score de profil d'émetteur est neutre-à-faible (**E-2**).

Social

L'exposition de Tisséo Collectivités aux risques sociaux est faible pour la plupart des catégories. L'exception que nous considérons modérément négative est liée à l'exposition aux risques de santé et de sécurité au travail du fait de la variété, de la complexité et de l'intensité en main d'oeuvre des activités de transport public et qui peuvent peser sur les coûts d'investissement. Son score de profil d'émetteur social est neutre-à-faible (**S-2**).

Gouvernance

Nous évaluons l'impact de la gouvernance sur le profil de crédit de Tisséo Collectivités comme neutre-à-faible, tel que capturé par un score de gouvernance G-2. La structure institutionnelle ainsi que les pratiques de gouvernance, incluant des pratiques budgétaires prudentes et une prospective élaborée, soutiennent son profil de crédit. La gouvernance financière est cependant caractérisée par une structure de la dette complexe et un coût élevé de la dette, reflétant l'héritage du passé.

Les scores de profil d'émetteur ESG et le score d'impact de crédit pour l'entité notée/la transaction sont disponibles à l'adresse [Moody's.com](https://www.moodys.com). Pour voir les scores les plus récents, allez sur la page de l'entité/transaction sur [Moody's.com](https://www.moodys.com) en cliquant [ici](#) et reportez-vous à la section ESG.

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

La BCA de a3 de Tisséo Collectivités est proche de la BCA de a2 indiquée par la grille d'analyse (Scorecard). La différence d'un cran reflète l'endettement très élevé de Tisséo Collectivités. La BCA de Tisséo Collectivités obtenue à partir de cette matrice reflète un score de risque idiosyncratique de 4 (cf. ci-après) sur une échelle de 1 à 9 - de la qualité de crédit relative la plus élevée (1) à la plus faible (9) - et un score de risque systémique de Aa2, qui se reflète dans la notation de la dette attribuée à la France (Aa2), assortie d'une perspective stable.

Tisséo Collectivités Collectivités locales et régionales

Évaluation du risque de crédit intrinsèque (ou BCA)	Score	Valeur	Pondération du sous-facteur	Total du sous-facteur	Pondération du facteur	Total
Scorecard						
Facteur 1 : Fondamentaux économiques						
Dynamisme économique	3	113,99	70 %	2,4	20 %	0,48
Volatilité de l'économie	1		30 %			
Facteur 2 : Cadre institutionnel						
Cadre législatif	1		50 %	3	20 %	0,6
Flexibilité financière	5		50 %			
Facteur 3 : Performance financière et profil de la dette						
Ratio d'épargne brute sur recettes de fonctionnement (%)	1	27,52	12,5 %	5,5	30 %	1,65
Ratio Charges d'intérêt sur recettes de fonctionnement (%)	9	15,29	12,5 %			
Liquidité	5		25 %			
Ratio de dette directe et indirecte nette sur recettes de fonctionnement (%)	9	272,1	25 %			
Ratio de dette directe à court terme sur dette directe (%)	3	11,34	25 %			
Facteur 4 : Gouvernance et gestion - MAX						
Contrôles des risques et gestion financière	1			5	30 %	1,5
Gestion des investissements et de la dette	5					
Transparence et publications des informations	1					
Risque idiosyncratique						4.23(4)
Risque systémique						Aa2
BCA suggéré						a2

Données pour 2021.

Source: Moody's Investors Service

Notations

Figure 8

Catégorie	Notation Moody's
TISSEO COLLECTIVITES	
Perspective	Stable
Notation d'émetteur	A2
ST Issuer Rating	P-1

Source: Moody's Investors Service

© 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 UN 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.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 ».

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

1358209

SERVICE CLIENTÈLE

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