MOODY'S INVESTORS SERVICE

CREDIT OPINION
2 February 2024

Mise à jour

Envoyez-nous vos commentaires

NOTATIONS

Action Logement Services

Domicile	France
Notation à long terme	Aa2
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

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

Action Logement Services

Actualisation à la suite de l'affirmation des notations

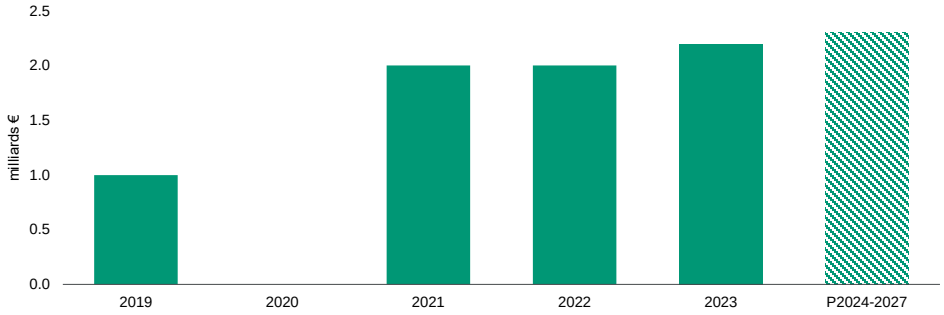
Synthèse

La notation d'émetteur Aa2 d'Action Logement Services (ALS) avec perspective stable prend en considération son rôle essentiel dans la mise en œuvre de la politique nationale du logement, une composante importante du système de protection sociale français. ALS peut être considérée comme la branche financière du groupe Action Logement, dont la mission est de financer des politiques de logement à travers la collecte et la redistribution à titre exclusif de la PEEC (Participation des Employeurs à l'Effort de Construction), une contribution obligatoire des employeurs privés qui pourrait s'apparenter à une taxe, ainsi que de gérer le plus grand groupe de bailleurs sociaux français. Par conséquent, le groupe Action Logement bénéficie d'un soutien élevé et est soumis à un contrôle très étroit du Gouvernement français (Aa2, perspective stable). Nous n'opérons donc pas de distinction entre le groupe Action Logement, ALS et l'État en termes de qualité de crédit.

Encadré 1

Action Logement devient un émetteur de référence sur le marché obligataire

Emissions obligataires d'Action Logement Services



P = Prévisions; Note : les prévisions sur la période 2024-2027 rendent compte des besoins de financement déjà approuvés par le gouvernement central

Source: Action Logement, Moody's Investors Service

Forces

» Un niveau élevé de soutien et de contrôle de l'État

» Un acteur majeur du secteur du logement social

Le présent rapport est une traduction de Action Logement Services:Update following ratings affirmation , document publié le 31 janvier 2024.

Faiblesses

» Une entité relativement récente établie dans un environnement complexe et en mutation

» Absence de garantie formelle ou de disposition juridique assurant un soutien en temps et en heure du gouvernement central

Perspective de notation

La perspective stable reflète la perspective associée à la notation du gouvernement français et tient compte de nos attentes selon lesquelles les liens institutionnels, financiers et opérationnels entre Action Logement Services et l'État resteront solides.

Facteurs susceptibles de conduire à un relèvement de notation

Action Logement Services étant noté au même niveau de la notation souveraine, tout relèvement de notation nécessiterait une évolution parallèle de la notation de l'État français.

Facteurs susceptibles de conduire à un abaissement de notation

Inversement, une révision à la baisse de la notation souveraine de la France pèserait sur les notations d'Action Logement Services. Tout changement important, affaiblissant les liens institutionnels et financiers d'Action Logement Services avec le gouvernement central, aurait également un impact négatif sur les notations.

Indicateurs-clés

Action Logement Services
(Millions d'euros)

Action Logement Services	2018	2019	2020	2021	2022
Participation des employeurs (PEEC)	1,507	1,536	1,600	1,304	1,386
Revenu net bancaire	152	134	125	113	85
Exécédent/déficit	436	399	(1,906)	(3,954)	(1,081)
Dette totale	1,296	2,373	2,314	4,276	6,247
Dette sur actifs	6.2%	10.5%	10.9%	21.3%	29.3%
Dette nette	(2,744)	(3,588)	(2,215)	1,517	3,085
Ratio tiers 1	83%	81%	73%	42%	32%

Les montants indiqués pour la PEEC correspondent à la quote-part versée sous forme de subventions et n'intègrent donc pas les versements réalisés sous forme de prêts.
Source: Action Logement, Moody's Investors Service

Critères détaillés pris en compte dans le profil de crédit

Le 26 janvier 2024, nous avons affirmé les notations d'émetteur à long terme en monnaie locale et en devises d'Action Logement Services à Aa2, ses notations à long terme en monnaie locale à Aa2, ainsi que la notation (P)Aa2 senior unsecured du programme MTN. Le profil de crédit d'ALS, reflété par une notation Aa2, prend en considération ses liens très solides avec l'État. Dans une perspective d'analyse du risque de crédit, nous n'opérons pas de distinction entre ALS et l'État compte tenu des liens étroits entre les deux. La notation d'ALS résulte ainsi de l'application de notre approche de notation des émetteurs publics (government-related issuers ou GRI), notés uniquement sur la base du soutien, comme décrit dans notre méthodologie de notation dédiée.

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

Un niveau élevé de soutien et de contrôle de l'État

Constitué en 2016, le groupe Action Logement est un organisme à but non lucratif de type association loi 1901. ALS est une société par actions simplifiée, créée par décret et agréée en qualité de société de financement et faisant l'objet d'une supervision de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, issue de la fusion de plusieurs entités qui financent, depuis 1953, les politiques du logement social et les politiques urbaines de l'Etat. À ce titre, ALS ne peut être dissout que par la loi. ALS fait partie du groupe Action Logement, mandatée pour financer les politiques de logement visant en particulier les salariés. Le groupe Action Logement finance les politiques de logement au moyen d'une contribution obligatoire s'apparentant à une taxe, la PEEC, dont il a la gestion exclusive. Votée par le

Cette publication n'annonce pas une décision de notation. Pour les publications faisant référence aux notations de crédit, veuillez-vous rendre sur https://ratings.moodys.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.

Parlement en 1992, la PEEC est collectée auprès de toutes les entreprises françaises du secteur privé de plus de 50 salariés à hauteur de 0,45 % de leur masse salariale. Au sein du groupe Action Logement, ALS est la branche financière, tandis qu'Action Logement Groupe (ALG, Aa2, perspective stable) est l'organe stratégique et de supervision et qu'Action Logement Immobilier (ALI, Aa2, perspective stable) agit comme la branche opérationnelle. Le Parlement a défini dans le cadre d'une loi d'habilitation le rôle des trois entités, leur gouvernance paritaire, leur statut fiscal ainsi que les flux de trésorerie au sein du groupe Action Logement. Toute modification de l'un de ces éléments serait soumise à un vote parlementaire.

Les trois entités du groupe Action Logement sont pilotées conjointement par les principales organisations syndicales et patronales représentatives. L'Etat est également présent via trois Commissaires du gouvernement issus des ministères chargés du logement, de l'économie et des finances, qui disposent d'un droit de veto sur certaines décisions dans le cadre de leur participation au Conseil d'administration. Les priorités et la stratégie de la structure sont fixées par le gouvernement central dans le cadre d'une convention quinquennale négociée avec ALG. L'État participe également à la définition d'objectifs plus opérationnels tels que la vente de logements sociaux, la rénovation énergétique et les aides aux salariés primo-accédants, tout en fixant le niveau de dépense pour chaque entité d'Action Logement (dépenses d'investissement et de fonctionnement) et en contrôlant la gestion de la dette (notamment un ratio d'endettement cible et le type de dette). L'État, par le biais des Commissaires du gouvernment, s'entretient régulièrement avec chaque entité d'Action Logement et, deux fois par an, ALG doit adresser au gouvernement un rapport portant sur la mise en œuvre de la convention quinquennale avec un suivi des indicateurs de performance prédéfinis, des éléments relatifs à certains objectifs tels que la répartition territoriale des aides ou les cibles de dépenses de fonctionnement ainsi que l'exécution des budgets d'ALI et ALS.

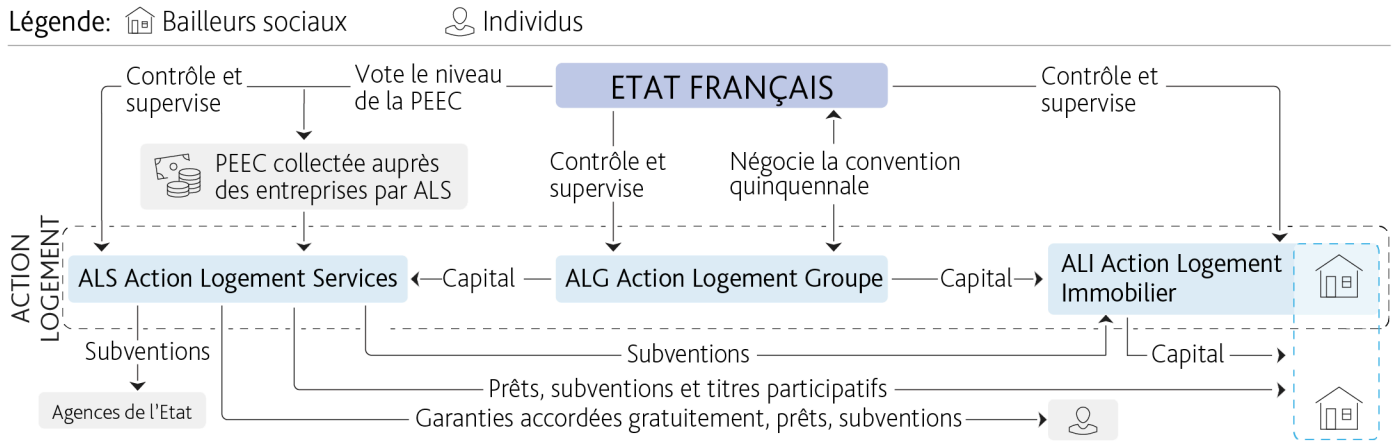
La convention quinquennale conclue entre l'État et ALG a été renouvelée le 16 juin 2023 pour la période 2023-27. Cette convention rappelle le rôle que joue le groupe Action Logement dans la politique nationale en matière de logement, tout en soulignant l'objectif pour ALS d'atteindre l'équilibre financier de son activité à partir de 2024. Afin de réaliser cet objectif, la convention prévoit des mesures contribuant à la maîtrise de l'endettement d'ALS, telles que l'engagement de l'État à octroyer sa garantie à ALS sur une partie du dispositif VISALE[1]. Elle renforce également le suivi de l'exécution des engagements pris, exercé par le gouvernement central par le biais de revues semestrielles et trimestrielles.

Les trois entités sont soumises au contrôle de la Cour des comptes ainsi qu'à la surveillance de l'Agence nationale de contrôle du logement social (ANCOLS), le régulateur du secteur en France. Leurs comptes font également l'objet d'un audit externe. Enfin, le gouvernement est habilité à placer sous administration toute entité du groupe Action Logement en cas de difficultés financières ou de mauvaise utilisation de la PEEC, conformément au Code de la construction et de l'habitation. En outre, la convention quinquennale actuelle stipule qu'en cas de déficits durables et substantiels, elle pourrait faire l'objet d'un réexamen, ce qui conforte notre opinion quant au soutien continu apporté par l'État français.

Nous notons également que la dette d'ALS est intégrée dans les ratios de dette publique de la France conformément aux pratiques de l'Union européenne, puisque l'INSEE a reclassé comptablement ALS comme un "Organisme divers d'administration centrale" (ou ODAC[2]) en 2022. Cette décision pourrait empêcher ALS d'émettre de la dette à long terme en cas d'inscription de l'entité par le ministre chargé des Comptes Publics sur la liste des ODAC actuellement concernés par l'interdiction d'emprunter pour des échéances supérieures à 12 mois. Action Logement conteste toutefois ce reclassement comptable par l'INSEE devant les tribunaux, ce qui en suspend les effets dans l'attente d'un jugement. Nous continuerons toutefois à suivre les développements juridiques liés à ce reclassement.

Exhibit 3

Structure simplifiée du groupe Action Logement



Source: Action Logement, Moody's Investors Service

Un acteur majeur du secteur du logement social

ALG collabore avec ses deux filiales détenues à 100 %, ALI et ALS, pour atteindre les objectifs du gouvernement en matière de politique du logement social, tant sur le plan du financement du secteur que sur les aspects opérationnels. Le logement social est un secteur essentiel en France, représentant 16 % du parc immobilier total (soit 5,3 millions de logements) en 2023 pour un nombre de bénéficiaires estimé à 10 millions (soit 15 % de la population française)[3]. Action Logement est, de loin, le plus grand bailleur social français avec 1.1 million de logements sous gestion, dont 1 million de logements sociaux représentant 17 % du parc immobilier social total en France[4] et le plus grand constructeur français de logements sociaux avec 28 157 nouveaux logements en 2022. ALS constitue également la deuxième source de financement des bailleurs sociaux après la Caisse des dépôts et consignations (CDC, Aa2, perspective stable) et finance plusieurs politiques publiques, telles que le Nouveau programme national de rénovation urbaine (NPNRU).

L'implication du groupe Action Logement dans le plan de relance en 2021 après la pandémie de coronavirus et au travers des mesures d'atténuation de l'inflation destinées aux bailleurs sociaux en 2022-23, de même que son soutien continu à la construction de logements et aux programmes de rénovation urbaine, démontrent son rôle important dans les politiques de logement. Nous estimons que la réaffectation par l'État de la trésorerie excédentaire d'Action Logement Services à d'autres objectifs connexes de politique publique témoigne également de son importance. En effet, les ressources d'ALS augmentant avec la masse salariale nationale, laquelle évolue avec la croissance du PIB nominal, l'entité a bénéficié de liquidités et de réserves confortables sur lesquelles le gouvernement a prélevé 2,5 milliards d'euros au total sur la période 2020-2022 pour financer le Fonds national d'aide au logement (FNAL) et le Fonds national des aides à la pierre (FNAP). La contribution d'Action Logement à ces fonds devrait prendre fin à l'issue de deux derniers versements au FNAP à hauteur de 300 millions en 2023 et 150 millions d'euros en 2024.

Une entité relativement récente établie dans un environnement complexe et en mutation

Ces dernières années, le secteur du logement social en France a fait l'objet de réformes importantes qui n'ont toutefois pas remis en cause la solidité du secteur dans son ensemble. L'adoption de la loi ELAN (Évolution du logement, de l'aménagement et du numérique) en 2018 a contribué à la réorganisation du secteur du logement social avec deux principaux objectifs. Tout d'abord, cette réforme a favorisé la construction de logements sociaux en encourageant les ventes avec la création d'une entité dédiée à la cession d'actifs, l'Opérateur National de Vente (ONV), détenue par ALS. Deuxièmement, la réforme visait à promouvoir la mutualisation et la péréquation, notamment par le biais de fusions. En 2018, le gouvernement a également décidé de mettre en place progressivement la réduction de loyer de solidarité (RLS), correspondant à 6,5 % du chiffre d'affaires 2016 des bailleurs sociaux français, et toujours en cours.

En outre, les bailleurs sociaux français sont actuellement mis à l'épreuve par la hausse des taux d'intérêt et de l'inflation des prix, ce qui détériore leurs ratios de couverture des intérêts. Nous anticipons que ces conditions économiques et financières difficiles, qui persisteront probablement sur les deux prochaines années, mettront à l'épreuve la capacité des bailleurs sociaux à ajuster leurs plans d'affaires, largement financés par la dette. Par conséquent, nous surveillerons la volonté et la capacité des bailleurs sociaux de s'adapter

à ce contexte, y compris l'orientation et les plans d'ALI, l'entité regroupant des bailleurs sociaux notés avec une perspective négative comme Alliade Habitat (A1, perspective négative), Clairsienne (A2, perspective négative), Immobilière Atlantic Aménagement (A2, perspective négative), Seqens (A1, perspective négative) et Valloire Habitat (A1, perspective négative).

Absence de garantie formelle ou de disposition juridique assurant un soutien en temps et en heure du gouvernement central
Contrairement à d'autres entités comparables que nous notons, les entités du groupe Action Logement ne bénéficient pas d'une garantie formelle ou d'une disposition juridique leur assurant un soutien en temps et en heure de l'État. La plupart des autres organismes français notés selon la même approche, bénéficient d'un statut d'établissement public (EPA ou EPIC) en vertu duquel ils ne peuvent pas faire faillite ni faire l'objet d'une saisie sur leurs actifs en cas d'incapacité à honorer leurs obligations financières. Si le groupe Action Logement repose sur un cadre institutionnel robuste, l'État ne constitue pas le dernier recours pour les créanciers du groupe. La forte implication du gouvernement et sa volonté d'assurer le bon fonctionnement du dispositif permettent toutefois de nuancer ce constat. En 2006, lorsque la loi a relevé de 10 à 20 salariés le seuil à partir duquel les entreprises sont assujetties à la PEEC, le gouvernement a accordé une compensation financière au groupe. La structure a ainsi perçu 80,25 % d'une taxe locale sur les bureaux pendant 10 ans. Le groupe Action Logement a de nouveau négocié une compensation avec le gouvernement lorsque la loi PACTE a relevé le seuil de 20 à 50 salariés en 2019, au titre de l'exercice 2020. Un autre facteur d'atténuation réside dans le fait qu'un transfert des activités du groupe Action Logement à d'autres entités serait soumis à un vote parlementaire, rendant difficile la substitution d'ALS ou ALI, ce qui conforte notre approche de notation actuelle.

Le groupe Action Logement devient un acteur majeur du marché obligataire, ALS ayant émis un total de 7.2 milliards d'euros d'obligations depuis 2019. Le programme d'émissions EMTN (Euro Medium Term Note) d'Action Logement est désormais fixé à 9.5 milliards d'euros conformément à la convention 2023-27 signée avec l'État. À partir de 2024, ALS prévoit d'émettre des obligations pour un montant de 2.3 milliards d'euros. Au périmètre de consolidation d'ALS et de ses filiales, la projection de l'endettement est de 11.8 milliards d'euros à l'horizon 2027. Toutes les émissions ont été réalisées dans le cadre du programme d'émissions EMTN (Euro Medium Term Note) durables et ont attiré un large éventail d'investisseurs internationaux. Dans la mesure où Action Logement Services devient plus important et actif sur le marché primaire et l'encours de sa dette augmente, le risque de réputation lié à un défaut potentiel s'accroît, ce qui conforte notre opinion quant au soutien exceptionnel de l'État.

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

En évaluant la solidité économique et financière des émetteurs publics, Moody's prend en considération l'impact des facteurs environnementaux (E), sociaux (S) et de gouvernance (G). S'agissant des entités d'Action Logement, l'importance des enjeux ESG dans son profil de crédit se caractérise comme suit :

Les risques environnementaux n'ont pas d'incidence significative sur la notation du groupe Action Logement. Le groupe Action Logement est exposé aux mêmes risques environnementaux que la France, qui sont faibles dans toutes les catégories, y compris les risques physiques liés au changement climatique et les risques liés à la transition carbone, à la gestion de l'eau, au capital naturel, aux déchets et à la pollution. Ces risques n'ont pas d'incidence significative sur la notation compte tenu du rôle stratégique que revêt le groupe Action Logement et du soutien que lui apporte l'État.

Les risques sociaux n'ont pas d'incidence significative sur la notation du groupe Action Logement. Le groupe Action Logement est exposé aux mêmes risques sociaux que la France, qui bénéficie d'un système d'éducation de haute qualité, d'une bonne disponibilité de logements, d'un système de santé et de sécurité de haute qualité et d'un très bon accès aux services essentiels. Les pressions démographiques sont moins prononcées en France que dans de nombreux autres pays européens, bien que le vieillissement de la population représente un défi à plus long terme. Ces risques n'ont, pour autant, pas d'incidence significative sur la notation compte tenu du rôle stratégique que revêt le groupe Action Logement et du soutien que lui apporte l'État.

Les questions de gouvernance influent significativement sur le profil de crédit du groupe Action Logement. Le cadre de gouvernance est intrinsèquement lié à l'État qui apporte son soutien ; celui-ci exerce un contrôle très étroit sur le groupe Action Logement et influence fortement la définition de sa stratégie.

Nous revenons plus en détail sur l'ensemble de ces aspects dans la section "Détail des critères de notation considérés" ci-dessus. Notre méthodologie multisectorielle "General Principles for Assessing ESG Risks" précise la démarche retenue par Moody's vis-à-vis des critères ESG.

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

Pour évaluer le profil de crédit d'ALS, nous appliquons notre méthodologie de notation des émetteurs publics ("Government-Related Issuers Methodology"), publiée le 25 janvier 2024.

Pour accéder à cette méthodologie, veuillez vous rendre dans la rubrique "Ratings Methodologies" de notre site https://ratings.moodys.com/rating-methodologies

Notations

Encadré 4

Catégorie	Notation Moody's
ACTION LOGEMENT SERVICES	
Perspective	Stable
Notation d'émetteur	Aa2
Senior sans garantie - en monnaie locale	Aa2
PARENT: ACTION LOGEMENT GROUPE	
Perspective	Stable
Notation d'émetteur	Aa2
ACTION LOGEMENT IMMOBILIER	
Perspective	Stable
Notation d'émetteur	Aa2

Source: Moody's Investors Service

Endnotes

1 Destinée actuellement aux jeunes et aux salariés à revenus modestes, la garantie VISALE est une caution locative couvrant la durée totale du bail qui garantit le paiement du loyer en cas d'impayés. L'objectif est fixé à 2.1 millions de contrats VISALE souscrits au cours de la période 2023-27 contre 870,000 au cours de la période 2018-22.

2 Selon la définition de l'INSEE, dans les comptes nationaux, les organismes divers d'administration centrale (ODAC) regroupent des organismes auxquels l'État a donné une compétence fonctionnelle spécialisée au niveau national. Contrôlés et financés majoritairement par l'État, ces organismes ont une activité principalement non marchande.

3 D'après le ministère de la Transition écologique : https://www.statistiques.developpement-durable.gouv.fr/au-1er-janvier-2023-159-des-residences-principales-sont-des-logements-locatifs-sociaux?rubrique=52&dossier=1049

4 CDC Habitat (détenu à 34 % par ALI) vient en deuxième position avec 544 000 logements sociaux, suivi par le Groupe Habitat en Région avec 241 000 logements.

© 2024 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 MATERIELS, PRODUITS, SERVICES ET INFORMATIONS PUBLIEES OU MIS À DISPOSITION D'UNE AUTRE MANIÈRE PAR MOODY'S (ENSEMBLE « LES MATERIAUX ») 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 ESTIMEES EN CAS DE DÉFAUT OU DEFAILLANCE. VOIR LA PUBLICATION APPLICABLE DES SYMBOLES DE NOTATION ET DES DEFINITIONS DE MOODY'S POUR OBTENIR DES INFORMATIONS SUR LES TYPES D'OBLIGATIONS FINANCIERES CONTRACTUELLES INDIQUEES 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 EVALUATIONS SANS CREDIT (« EVALUATIONS ») ET LES AUTRES AVIS CONTENUS DANS LES MATERIAUX DE MOODY'S NE SONT PAS DES DÉCLARATIONS DE FAITS ACTUELS OU HISTORIQUES. LES MATERIAUX 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 AFFILIEES. LES NOTATIONS DE CRÉDIT, EVALUATIONS, AUTRES AVIS ET MATERIAUX DE MOODY'S NE CONSTITUENT PAS ET NE FOURNISSENT PAS DE CONSEILS EN PLACEMENT OU DE CONSEILS FINANCIERS, ET LES NOTATIONS DE CREDIT, EVALUATIONS, AUTRES AVIS ET MATERIAUX 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, EVALUATIONS, AUTRES AVIS ET MATERIAUX 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, EVALUATIONS, AUTRES AVIS ET DIFFUSE SES MATERIAUX EN PARTANT DU PRINCIPE QUE CHAQUE INVESTISSEUR PROCÈDERA, 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, EVALUATIONS, AUTRES AVIS ET MATERIAUX DE MOODY'S NE S'ADRESSENT PAS AUX INVESTISSEURS PARTICULIERS ET IL SERAIT IMPRUDENT ET INAPPROPRIE POUR LES INVESTISSEURS PARTICULIERS DE PRENDRE UNE DÉCISION D'INVESTISSEMENT SUR LA BASE DE NOTATIONS DE CRÉDIT, EVALUATIONS, AUTRE AVIS OU MATERIAUX DE MOODY'S. EN CAS DE DOUTE, CONSULTEZ VOTRE CONSEILLER FINANCIER OU UN AUTRE CONSEILLER PROFESSIONNEL.

TOUTES LES INFORMATIONS CONTENUES CI-CONTRE SONT PROTEGÉES 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 ETRE 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. PAR SOUCI DE CLARTÉ, AUCUNE INFORMATION CONTENUE DANS LE PRÉSENT DOCUMENT NE PEUT ÊTRE UTILISÉE POUR DÉVELOPPER, AMÉLIORER, FORMER OU RECYCLER UN PROGRAMME LOGICIEL OU UNE BASE DE DONNÉES, Y COMPRIS, MAIS SANS S'Y LIMITER, POUR TOUT LOGICIEL, ALGORITHME, MÉTHODOLOGIE ET/OU MODÈLE D'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE, D'APPRENTISSAGE AUTOMATIQUE OU DE TRAITEMENT DU LANGAGE NATUREL.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT, EVALUATIONS, AUTRES AVIS ET MATERIAUX 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 A 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 matériaux.

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 évènement 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 contenue 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. 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.moodys.com, dans la rubrique intitulée « Shareholder Relations — Corporate Governance – Charter Documents — Director and Shareholder Affiliation Policy ».

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V, I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., et Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. (collectivement, les "Agences de Notation non NRSRO de Moody's") sont toutes des agences de notation indirectement détenues à 100 % par MCO. Aucune des agences de notation Moody's Non-NRSRO n'est une Organisation de Notation Statistique reconnue au niveau national.

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 l'Inde uniquement : les notations de crédit, évaluations, autres opinions et documents de Moody's ne sont pas destinés à être utilisés par des utilisateurs situés en Inde en relation avec des titres cotés ou proposés à la cotation sur les marchés boursiers indiens, et ne doivent pas l'être.
Conditions supplémentaires relatives aux Second Party Opinions (telles que définies dans Moody's Investors Service Rating Symbols et Définitions) : Veuillez noter qu'une Second Party Opinion ("SPO") n'est pas une "notation de crédit". L'émission de SPO n'est pas une activité réglementée dans de nombreuses juridictions, y compris à Singapour. JAPON : au Japon, le développement et la fourniture de SPOs relèvent de la catégorie des "activités auxiliaires" et non de celle des "activités de notation de crédit", et ne sont pas soumises à la réglementation applicable aux "activités de notation de crédit" en vertu de la loi japonaise sur les instruments financiers et l'échange et de son règlement d'application. RPC : Toute SPO : (1) ne constitue pas une Evaluation d'Obligation Verte de la RPC telle que définie par les lois ou réglementations de la RPC ; (2) ne peut être incluse dans une déclaration d'enregistrement, une circulaire d'offre, un prospectus ou tout autre document soumis aux autorités réglementaires de la RPC ou autrement utilisé pour satisfaire à toute exigence d'information réglementaire de la RPC ; et (3) ne peut être utilisée en RPC à des fins réglementaires ou à toute autre fin qui n'est pas autorisée par les lois ou réglementations pertinentes de la RPC. Aux fins de la présente clause de non-responsabilité, le terme "RPC" désigne la partie continentale de la République Populaire de Chine, à l'exclusion de Hong Kong, Macao et Taïwan.

RÉFÉRENCE DE LA PUBLICATION 1395109

SERVICE CLIENTÈLE

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

MOODY'S
INVESTORS SERVICE