

CREDIT OPINION

21 February 2022

 Rate this Research

NOTATIONS
Hospices Civils de Lyon

Domicile	France
Notation à long terme	A1
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

Nadejda Seu, CFA +33.1.5330.3415
 Analyst
 nadejda.seu@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

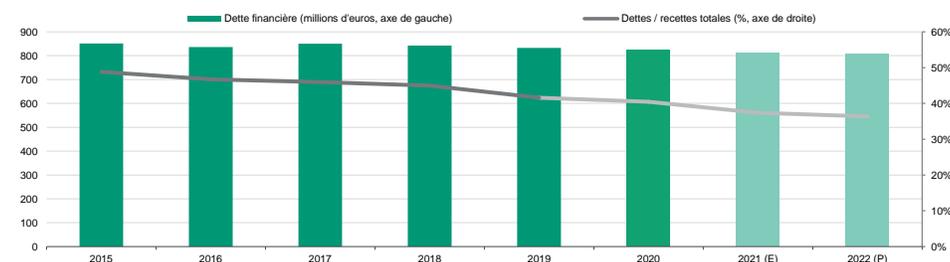
Hospices Civils de Lyon (France)

Mise à jour de l'analyse de crédit

Synthèse

Le profil de crédit des [Hospices Civils de Lyon](#) (HCL, A1 stable/Prime-1) prend en considération leur positionnement stratégique et les liens étroits entretenus avec l'[État français](#) (Aa2 stable) qui finance, régit, encadre et supervise les hôpitaux publics. La probabilité élevée de soutien du Gouvernement, dans l'hypothèse où les HCL feraient face à une crise de liquidité, constitue un élément essentiel sous-tendant les notations. La qualité de crédit des HCL repose également sur l'amélioration des performances financières et une bonne gestion financière, axée sur l'efficacité. Les notations sont contraintes par un poids de la dette important, bien qu'en amélioration, et une liquidité réduite. La pandémie de coronavirus représente un défi opérationnel et financier, mais les HCL bénéficient des mesures mises en place par le Gouvernement pour en réduire l'impact.

Exhibit 1

Les HCL devraient poursuivre la réduction de leur endettement en dépit de la pandémie


E : Estimations; P : Prévisions.

Source: HCL, Moody's Investors Service

Forces

- » Positionnement stratégique et liens étroits entretenus avec l'État français
- » Gestion financière excellente, qui continue d'être axée sur l'efficacité
- » Amélioration significative des équilibres financiers qui se poursuivra

Faiblesses

- » Levier financier encore élevé, bien qu'en constant amélioration
- » Ratio de couverture des besoins de liquidité faible en comparaison internationale, mais des flux de trésorerie réguliers et très prévisibles

Perspective de notation

La perspective stable associée à la notation des HCL prend en considération le désendettement progressif attendu ainsi que le maintien de résultats financiers positifs.

Facteurs susceptibles de conduire à un relèvement de notation

- » Une amélioration soutenue de la situation financière des HCL, notamment un effet notable du plan gouvernemental de soutien à l'investissement du gouvernement central et/ou l'augmentation des marges opérationnelles auraient une incidence positive sur la notation des HCL.

Facteurs susceptibles de conduire à un abaissement de notation

- » Une dégradation significative des équilibres financiers, une augmentation significative du poids de la dette et/ou une détérioration de la liquidité auraient des répercussions négatives sur le profil de crédit des HCL.
- » Une baisse de la notation de la France pourrait également influencer à la baisse cette notation. Néanmoins, cette probabilité est faible au regard de la notation actuelle de l'État français de Aa2 avec une perspective stable.

Indicateurs-clés

Exhibit 2

Hospices Civils de Lyon (France)

	2016	2017	2018	2019	2020	E2021	F2022
Recettes d'assurance maladie / recettes totales (%) [1]	74.7%	74.6%	74.9%	73.6%	79.0%	77.2%	77.2%
Excédent (déficit) / recettes totales (%)	1.5%	2.3%	1.1%	1.8%	3.5%	1.6%	0.5%
Marge opérationnelle (cash-flow / recettes totales, %)	6.8%	7.6%	7.0%	7.3%	9.0%	6.5%	5.3%
Dette / recettes totales (%)	46.7%	46.0%	45.0%	41.6%	40.5%	37.4%	36.4%
Dette / cash-flow (x)	7.3	6.4	6.8	6.2	4.7	5.9	7.0

E : Estimations; P : Prévisions.

(1) : Budget principal

Source: HCL, Moody's Investors Service

Critères détaillés pris en compte dans le profil de crédit

Le profil de crédit des HCL reflété par une notation A1 avec perspective stable prend à la fois en considération (1) un BCA (Baseline Credit Assessment ou risque de crédit intrinsèque) de a3 et (2) une probabilité élevée de soutien exceptionnel de l'État dans l'hypothèse où l'hôpital devrait faire face à une crise de liquidité.

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

Positionnement stratégique et liens étroits entretenus avec l'Etat français

Deuxième plus grand centre hospitalier public français avec 22 000 salariés et des recettes totales de plus de 2 milliards d'euros en 2020, les HCL couvrent un large éventail de disciplines médicales et sont reconnus pour la qualité des soins dispensés par des experts de haut niveau. Leur part de marché est forte : 38% dans leur zone d'attractivité en 2020 et 11% dans la région Auvergne-Rhône-Alpes. Outre la prise en charge locale et l'appui à d'autres hôpitaux de la région, les HCL sont une référence nationale et internationale dans de nombreuses disciplines. Leur positionnement concurrentiel est renforcé par leur forte contribution à la recherche, via l'affiliation à

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

l'Université de Lyon. Leur statut d'acteur de référence du système de santé français est considéré comme un facteur de crédit fortement positif.

La démographie favorable des zones desservies par les HCL conforte leur positionnement. La région Auvergne-Rhône-Alpes, où évoluent les HCL, est la deuxième région la plus riche de France, représentant 12% de la population nationale, 11,5% du PIB national (données 2018) et affichant des taux de chômage systématiquement inférieurs à la moyenne (7% contre 8,1% en France métropolitaine au troisième trimestre 2021). Les HCL comptent également parmi les plus importants propriétaires immobiliers et fonciers de la région lyonnaise avec un patrimoine constitué depuis le 17ème siècle grâce à des dons et des legs.

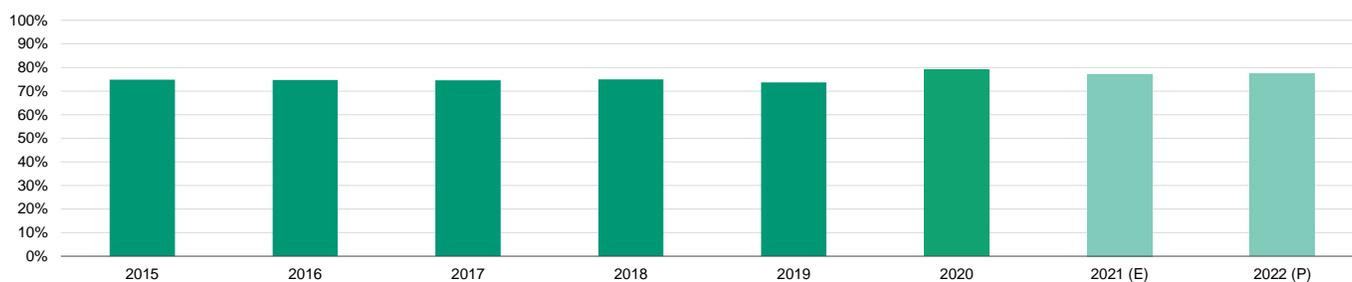
L'État français finance, régleme, encadre et supervise la prestation des services de santé. Les hôpitaux publics français disposent du statut juridique spécifique d'EPS (Établissements publics de santé) défini par le Code de la santé publique et leur dette est consolidée dans la dette publique française au sens de Maastricht. Les hôpitaux sont encadrés et contrôlés par les Agences Régionales de Santé (ARS), l'Agence Nationale d'Appui à la Performance (ANAP) et le Conseil national de l'investissement en santé (CNIS), qui a remplacé le COPERMO à la suite du Ségur de la Santé. Les nouveaux emprunts, dépenses d'investissement, budgets et plans de trésorerie font ainsi l'objet d'autorisations et d'un suivi étroit.

À l'instar des autres EPS, les versements de l'assurance maladie représentent une part large et stable des recettes des HCL (estimés à 77% du budget principal en 2022). Le cadre réglementaire et institutionnel strict dans lequel les HCL évoluent, ainsi que les liens opérationnels et financiers étroits avec l'État, constituent des facteurs essentiels sous-tendant les notations.

Exhibit 3

Les recettes d'assurance maladie représentent une part importante et stable des recettes des HCL

Part des recettes d'assurance maladie dans le budget principal des HCL



E : Estimations; P : Prévisions

Source: HCL, Moody's Investors Service

Une gestion financière excellente, toujours axée sur l'efficacité

Nous jugeons excellente la gestion financière des HCL. Depuis 2009, ils ont mené à bien deux programmes pluriannuels d'efficacité visant à améliorer la performance financière au travers d'une série de mesures d'économies, d'optimisation des activités médicales et de recherche de nouvelles sources de revenus. Le nouveau programme des HCL, « Pulsations 2023 », vise à poursuivre l'amélioration de la situation financière et à augmenter les dépenses d'investissement.

Les mesures d'efficacité passées ont réduit les dépenses de personnel, mis en place des plans d'amélioration des procédures internes, notamment la facturation et les achats, et ont révisé à la baisse les dépenses d'investissement. Grâce à ces mesures, les HCL ont réussi à atteindre leur objectif d'économies de 50 millions d'euros sur la fonction achat entre 2016 et 2019. Les HCL ont également fusionné et restructuré plusieurs sites, ce qui a généré des économies d'échelle, et ont développé les activités de chirurgie ambulatoire afin d'augmenter leurs recettes.

Sur le plan opérationnel, les HCL disposent de stratégies et de politiques internes bien articulées, associées à des prévisions à long terme. Leurs projections financières pluriannuelles (État prévisionnel des recettes et dépenses ou EPRD) et leur Plan global de financement pluriannuel (PGFP), approuvés par l'État, sont prudents et confirment que l'efficacité reste un engagement pour les HCL.

Une amélioration significative des équilibres financiers qui devrait se poursuivre

La pandémie de coronavirus perturbe l'activité des hôpitaux français depuis mars 2020, mais nous n'anticipons qu'un impact limité sur leurs équilibres financiers grâce aux mesures de soutien mises en place par le Gouvernement. Concernant les recettes, l'État a mis en

place en 2020 une garantie de financement des recettes issues de la tarification à l'acte (T2A), représentant environ 50% des recettes des HCL. Le dispositif a été prolongé sur le premier semestre 2022¹. Pour les dépenses, le Gouvernement a annoncé une indemnisation complète (1) des dépenses liées au coronavirus, ainsi que (2) des augmentations de salaires et des primes spéciales. Les HCL étant un établissement phare avec des recettes diversifiées, ils pourraient enregistrer une baisse des recettes provenant de la clientèle étrangère et d'autres activités, qui, à date, ne sont pas compensées par l'État. Cependant, ce phénomène n'a pas d'impact sur la qualité de crédit de l'émetteur, eu regard au faible pourcentage que ces recettes représentent dans les recettes globales des HCL et le caractère temporaire de leur baisse (liée principalement à la fermeture des frontières durant la crise COVID).

Grâce au soutien du Gouvernement et aux effets à long terme des mesures d'efficience mises en place au cours des années précédentes, nous anticipons un maintien de l'excédent budgétaire des HCL et de la marge opérationnelle en 2021. L'émetteur estime sa marge opérationnelle pour 2021 à 137 millions d'euros, soit 6.5% de ses recettes totales, en baisse par rapport aux 175 millions d'euros et 9% des recettes totales comptabilisés en 2020 mais en ligne avec la tendance 2016-2019. 2020 fut une année exceptionnelle durant laquelle les HCL ont bénéficié d'un plan de secours gouvernemental d'urgence qui a temporairement renforcé certains indicateurs. Les accords du Ségur de la Santé ont aussi entraîné une augmentation de la masse salariale des HCL (8% en 2020 contre un taux moyen de 1.3% de 2013 à 2019). Bien que le gouvernement central se soit engagé à compenser cette hausse, seules des mesures ad-hoc sont intervenues en 2020 et en 2021. En effet, l'Objectif national de dépenses d'assurance maladie (ONDAM) a progressé de +6,7% en 2021 et de + 3.8% en 2022, hors dépenses liées à la crise sanitaire, hausses destinées au financement des mesures du Ségur de la Santé. Nous nous attendons à ce que les HCL maintiennent un contrôle étroit de leurs dépenses de personnel, conformément au cadre fixé par le Gouvernement central.

Les HCL devraient bénéficier de « Ma Santé 2022 », la stratégie gouvernementale pour le secteur de la santé, notamment avec une évolution vers un financement à la qualité sous le dispositif IFAQ (où les hôpitaux démontrant des soins de meilleure qualité bénéficient de davantage de financement). A ce titre, les HCL bénéficient des recettes en hausse, enregistrant 7.9M€ en 2021 vs 3.2M € en 2019. Cependant, les montants 2022 restent à définir aussi n'intégrons-nous pas ses effets potentiellement positifs dans nos projections financières.

Levier financier encore élevé, bien qu'en constant amélioration

Nous jugeons prudente la structure de la dette des HCL, avec une gestion efficiente, guidée par une volonté de diversification, avec cinq emprunts obligataires et une dette bancaire elle-même diversifiée. En 2020, 72% de la dette des HCL était à taux fixe, pour un taux d'intérêt moyen de 2.88%, en baisse par rapport à 2019 (3,01%). En 2020, lors de leur campagne d'emprunt, les HCL ont reçu des réponses couvrant 6 fois le montant demandé (€40 millions), attestant de son très bon accès à l'emprunt. Alors que les HCL ont 6 remboursements in fine (avec une maturité en 2023, 2025, 2027, 2028, 2029 et 2030), nous notons que leurs maturités sont étalées dans le temps. Nous notons que les HCL ont remboursé sans difficultés un premier emprunt in fine en 2019.

Les HCL estiment leur encours de dette à 812 millions d'euros à fin 2021, soit 37% de leurs recettes, ce qui représente un ratio relativement faible par rapport à leurs pairs français. La situation d'endettement de l'établissement est en constante amélioration depuis 2017 et devrait continuer à se contracter pour atteindre 806 millions d'euros ou 36% de ses recettes d'ici à 2022, grâce à l'amélioration continue de sa situation financière et à l'intervention du Gouvernement central. Nous considérons la réduction continue de la dette comme une évolution positive. Cependant le levier financier (liquidité/ dette) demeure élevé à 35% attendus par l'émetteur pour 2021, du fait de la réduction des coussins de liquidité de l'émetteur (voir paragraphe sur la liquidité ci-dessous).

Dans le cadre du Ségur de la santé, le Gouvernement central a annoncé qu'il financerait un plan de soutien à l'investissement hospitalier de 2,5 milliards d'euros dans les 5 ans à venir. Les mesures de soutien au désendettement sur 10 ans et le plan de soutien à l'investissement sont détaillés dans les contrats signés par les hôpitaux, les ARS et le Gouvernement central. La part des HCL a été fixée fin 2021 à hauteur de 50 millions de soutien à l'investissement (fléchés vers un projet de rénovation d'un hôpital) ainsi qu'une enveloppe de 157 millions d'euros qui sera versée en 10 ans et viendra réduire l'émission de dette nouvelle en abondant les ressources d'investissement. Ces fonds, associés à la performance financière positive des HCL, leur permettront d'accroître leur programme d'investissement à plus de 150 millions d'euros par an durant les 3 prochaines années, contre 134 millions d'euros en 2020.

Nous nous attendons à ce que les fonds alloués par le Gouvernement central se traduisent par un accroissement de l'attractivité nationale et internationale des HCL à moyen-terme.

Un ratio de couverture des besoins de liquidité faible mais des flux de trésorerie réguliers et très prévisibles

Du fait de leur statut d'hôpital public, les HCL affichent par nature des niveaux de trésorerie faibles. Comme les autres acteurs du secteur public local français, l'entité détient en effet ses excédents de trésorerie sur un compte non rémunéré auprès du Trésor français et a donc intérêt à ne pas disposer d'un fort excédent de trésorerie. Le profil de liquidité des HCL est néanmoins soutenu par son mode de financement, avec des versements de sécurité sociale extrêmement prévisibles et réguliers.

Fin 2021, la trésorerie des HCL était estimée à 211 millions d'euros, couvrant 4,3 fois le service de la dette, en baisse par rapport aux 289 millions d'euros enregistrés en 2020 (soit 6 fois le service de la dette). Le niveau attendu en 2021, bien qu'en baisse, demeure supérieur à celui constaté en 2019 et s'inscrit dans la tendance observée depuis 2016. Les HCL détiennent également 71 millions d'euros de lignes de trésorerie et un contrat d'affacturage de 20 millions d'euros. En 2019 ou 2020, les HCL n'ont utilisé aucune de ces facilités. Les ratios de liquidité des HCL demeurent faibles en comparaison internationale et nous nous attendons à leur diminution en 2021 à 54 jours de dépenses opérationnelles, contre 74 en 2020 et 69 en 2019. La baisse de l'endettement compense partiellement la diminution de leur niveau de trésorerie. Le niveau relativement bas des réserves de liquidité, structurel pour les hôpitaux français, constitue une faiblesse du profil de crédit de l'émetteur en l'exposant aux chocs externes.

Les HCL sont l'un des cinq hôpitaux publics français autorisés par l'État à émettre de la dette à court terme sur les marchés financiers. Ils ont régulièrement recours à leur programme d'émissions de titres négociables à court terme (NEU CP), dont le plafond a été augmenté à 100 millions d'euros en 2020. En 2021, ils ont émis en moyenne 35.9 millions d'euros à échéance moyenne de 31 jours et ont bénéficié de taux d'intérêt négatifs (- 0,5% en moyenne).

Éléments retenus pour déterminer le soutien exceptionnel

Nous attribuons une probabilité élevée de soutien exceptionnel de l'État français, reflétant notre anticipation d'une intervention rapide de ce dernier en cas de crise de liquidité et compte tenu des plans d'aide mis en place par le passé dans le secteur, ainsi que du positionnement stratégique des HCL. Les interventions de l'État pendant la crise du coronavirus, notamment les avances de liquidités accordées aux hôpitaux en situation de fragilité, ainsi que les facilités de trésorerie offertes par les banques publiques, confortent notre analyse.

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

Prise en compte des risques environnementaux, sociaux et de gouvernance dans notre analyse de crédit des Hospices Civils de Lyon

Au moment d'évaluer la force économique et financière d'une entité, Moody's tient compte des facteurs environnementaux (E), sociaux (S) et de gouvernance (G). En ce qui concerne les HCL, l'importance des facteurs ESG dans le profil de crédit est la suivante :

Les risques environnementaux n'influent pas matériellement sur le profil de crédit des HCL. Les catastrophes naturelles exposent les hôpitaux publics français à deux types de risques : un fort flux entrant de patients et/ou des dommages causés aux infrastructures. Afin de réduire le premier risque, des campagnes de prévention ont été organisées au niveau national et les hôpitaux français disposent d'un plan d'urgence efficace (« plan blanc ») pour faire face aux conséquences possibles. Le second risque n'est pas significatif, car les hôpitaux sont assurés contre ces dommages et l'intervention de l'État est prévue si l'« état de catastrophe naturelle » devait être déclaré.

Les risques sociaux ont un impact matériel sur le profil de crédit des HCL du fait des dynamiques démographiques et de la demande de soins sur le territoire couvert par ces hôpitaux, mais également du fait de la nécessité d'avoir du personnel hautement qualifié. Le facteur « 1 – Position sur le marché » de notre grille d'analyse inclut ces paramètres. Nous estimons que la pandémie de coronavirus fait également partie des risques sociaux, dans le cadre des facteurs ESG, étant donné l'augmentation des dépenses des hôpitaux, les déprogrammations et les baisses de recette qui en résultent. Ce risque est amoindri par le soutien de l'État, qui compense les impacts financiers de cette pandémie.

Les facteurs de gouvernance sont importants pour le profil de crédit des HCL. Notre grille d'analyse inclut l'évaluation de la gestion financière, des pratiques budgétaires, des prévisions pluriannuelles, ainsi que du niveau des investissements.

Ces facteurs sont exposés en détail dans la partie « Détail des critères de notation considérés » ci-dessus. Notre approche des facteurs ESG est explicitée dans notre rapport sur la façon dont les risques ESG influencent les profils de crédit nationaux et dans notre méthodologie pour tous les secteurs des « [Principes généraux pour l'évaluation des risques ESG](#) ».

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

Les méthodologies utilisées dans le cadre de cette notation sont « [Not-For-Profit Healthcare](#) » (décembre 2018) et « [Government-Related Issuers](#) » (février 2020).

Notations

Figure 4

Catégorie	Notation Moody's
HOSPICES CIVILS DE LYON	
Perspective	Stable
Notation d'émetteur	A1
Papier commercial	P-1

Source: Moody's Investors Service

Endnotes

- 1 Voir [Public Hospitals – France Tight liquidity levels pose challenges amid coronavirus, but mitigants limit risks](#), Arrêté du 6 mai 2020 relatif à la garantie de financement des établissements de santé pour faire face à l'épidémie du covid-19, and Loi du 22 janvier 2022 renforçant les outils de gestion de la crise sanitaire et modifiant le code de la santé publique

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

LES NOTATIONS DE CRÉDIT ÉMISES PAR LES SOCIÉTÉS DE NOTATION DE 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 DEFAILLANCE. 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 INDICQUÉES 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 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 de 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 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 — 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). 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

1318766

SERVICE CLIENTÈLE

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