

OPINION DE CRÉDIT

28 Février 2020

RATINGS

Vosgelis

Domicile	France
Long Term Rating	Aa3
Type	LT Issuer Ratin – Dom Curr
Outlook	Stable

Please see the [ratings section](#) at the end of this report for more information. The ratings and outlook shown reflect information as of the publication date.

Analyst Contacts

Nadejda Seu +33.1.5330.3415
 Analyst
 nadejda.seu@moodys.com

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

Maylis Chapellier +44.20.7772.1429
 Associate Analyst
 maylis.chapellier@moodys.com

SERVICE CLIENTÈLE

Amérique +1.212.553.1653
 Asie - Pacifique +852.3551.3077
 Japon +81.3.5408.4100
 EMOA +44.20.7772.5454

Vosgelis (France)

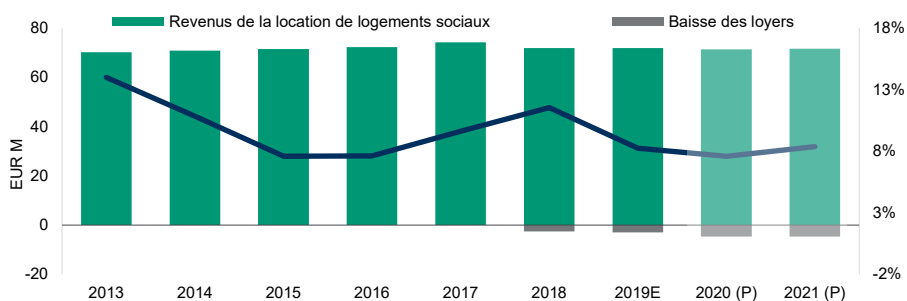
Mise à jour suite à l'affirmation de la notation

Synthèse

Le profil de crédit de [Vosgelis](#) (noté Aa3, perspective stable, Prime-1) prend en considération la prévisibilité des revenus du bailleur social, sa forte concentration sur son activité principale de location de logements sociaux, un faible niveau d'endettement, un solide profil de liquidité et un cadre réglementaire favorable. Le taux de couverture des intérêts (CVIC) devrait se maintenir, selon nous, à un niveau élevé, au-dessus de 10 fois, alors que sa marge de fonctionnement fléchira légèrement pour se situer autour de 8% pour les trois prochaines années, à cause de la baisse actuelle des loyers. Notre évaluation prend également en considération les difficultés que pose pour Vosgelis l'évolution démographique défavorable que l'on observe dans le périmètre couvert par le bailleur. Le profil de crédit intègre également une forte probabilité de soutien de la part de [l'État français](#) (Aa2, perspective stable) si Vosgelis devait faire face à une crise de liquidité.

Graphique 1

La marge de fonctionnement de Vosgelis va décroître sous l'effet de la baisse des loyers, mais devrait ré-augmenter progressivement les deux années suivantes



P : Prévisions

Source : Vosgelis, Moody's Investors Service

Forces

- » La prévisibilité des revenus dérivés de la location de logements sociaux qui contribue à renforcer les indicateurs de couverture des intérêts
- » Un faible niveau d'endettement et des réserves de liquidité importantes qui devraient demeurer stables
- » Un cadre réglementaire favorable aux bailleurs sociaux

Le présent document constitue une traduction du document original anglais [Vosgelis \(France\) – Update following rating affirmation](#) et a été publié le 28 Février 2020.

Faiblesses

- » Un parc de logements de taille relativement réduite avec un potentiel de croissance limité
- » Une évolution démographique défavorable qui s'accompagnera à moyen terme de risques liés à la demande

Perspective de notation

La perspective stable associée à la notation de Vosgelis prend en considération la poursuite attendue des mesures d'efficacité opérationnelle mises en œuvre par l'organisme pour atténuer l'impact financier de la baisse des loyers tout en continuant parallèlement à limiter son niveau d'endettement et à afficher un niveau élevé de liquidité.

Facteurs susceptibles de conduire à un relèvement de notation

- » Une compensation intégrale des pertes de revenus consécutives à la Réduction de loyer de solidarité (RLS)
- » Une amélioration durable de sa marge de fonctionnement

Facteurs susceptibles de conduire à un abaissement de notation

- » Une dégradation de sa performance opérationnelle
- » Une érosion importante de son profil de liquidité ou une augmentation significative de son endettement
- » Un affaiblissement du cadre réglementaire, une diminution du niveau global de soutien de l'État ou un affaiblissement du profil de crédit de la France

Indicateurs-clés

Graphique 2

Vosgelis

Indicateurs clés	2015	2016	2017	2018	2019 E	2020 (P)	2021 (P)
Logements sous gestion (nbre)	17 048	16 895	16 711	16 430	16 563	16 525	16 483
Marge de fonctionnement, avant intérêts (%)	8%	8%	10%	12%	9%	8%	9%
Dépenses d'investissement nettes en % des revenus d'exploitation	4%	3%	2%	-9%	-1%	5%	4%
Couverture des intérêts (x) au titre de la location de logements sociaux	2.3	3.8	5.3	7.3	12.1	5.0	4.2
Couverture des intérêts par les flux de trésorerie ajustés de la volatilité (x)	8.8	14.5	16.8	13.3	40.3	15.3	12.2
Dette / revenus (x)	2.7	2.6	2.6	2.7	2.6	2.6	2.6
Dette sur actifs comptabilisés au coût historique (%)	46%	43%	42%	39%	35%	35%	35%

E : Estimations. P : Prévisions

Source : Vosgelis, Moody's Investors Service

Critères détaillés pris en compte dans le profil de crédit

Le 25 février 2020, [Moody's a affirmé les notations de Vosgelis et maintenu la perspective stable](#). Cette affirmation est consécutive au [changement de positive à stable de la perspective associée aux obligations de la France \(notation Aa2 affirmée\)](#) le 21 février 2020.

Le profil de crédit de Vosgelis reflété par une notation Aa3 prend à la fois en considération (1) un BCA (Baseline Credit Assessment ou risque de crédit intrinsèque) de a1 et (2) une probabilité forte de soutien exceptionnel de la part de l'État français dans l'hypothèse où le bailleur devrait faire face à une crise de liquidité.

THIS DOCUMENT IS SUBJECT IN ALL RESPECTS TO THE USER AGREEMENT BETWEEN THE RECIPIENT AND MOODY'S, INCLUDING THE CONFIDENTIALITY, NON-RELIANCE AND LIABILITY LIMITATION PROVISIONS

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

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

LA PREVISIBILITE DES REVENUS DERIVES DE LA LOCATION DE LOGEMENTS SOCIAUX CONTRIBUE A UN BON TAUX DE COUVERTURE DES INTERETS

La qualité de crédit de Vosgelis est confortée par la prévisibilité des flux de trésorerie générés par ses activités de bailleur social. Les loyers sont encadrés par le régulateur (Agence Nationale de Contrôle du Logement Social (ANCOLS)), et pour une large part (environ 50% des occupants) directement ou indirectement subventionnés par l'État. Le régime locatif s'inscrit dans un cadre relativement rigide en vertu duquel les loyers ont pu être, historiquement, revalorisés en fonction de l'inflation. Ces cinq dernières années, l'activité principale de Vosgelis a généré plus de 98% de son chiffre d'affaires - un niveau qui devrait se maintenir à moyen terme.

La baisse des loyers votée dans le cadre de la loi de finances 2018 a impliqué une baisse des revenus locatifs des logements existants de moins de 3 millions d'euros en 2018 et 2019, un montant qui devrait atteindre 4,6 millions d'euros en 2020 quand la réduction des loyers atteindra son plein effet (1,3 milliard pour le secteur¹). Vosgelis a compensé partiellement ces pertes grâce à un plan de rationalisation visant à maîtriser ses dépenses de fonctionnement engagé avant la baisse des loyers, mais aussi en réévaluant ses investissements en entretien et réparations. Dans l'ensemble, sa marge de fonctionnement devrait, selon nous, légèrement diminuer pour atteindre 8% en 2019-2021, contre 11,8% en 2018.

Vosgelis affiche par ailleurs de faibles charges d'intérêt. Ses intérêts nets fin 2019 s'élevaient seulement à 1,0 million d'euros suite à des remboursements anticipés en 2019 ainsi qu'une renégociation réussie de son encours de crédit auprès de la [Caisse des dépôts et consignations](#) (CDC, Aa2, perspective stable), principal prêteur public, en 2017. En dépit de la baisse des loyers, les flux de trésorerie demeureront élevés et contribueront à la soutenabilité de la dette de Vosgelis dont rend compte un taux de couverture des intérêts par les flux de trésorerie ajustés de la volatilité supérieur à 40 fois en 2019 (après avoir atteint 13 fois en 2018). A ce titre, Vosgelis présente le niveau le plus élevé parmi tous les bailleurs sociaux notés en France, qui est aussi expliqué par un produit d'intérêts ponctuel en 2019. A partir de 2020, Vosgelis va bénéficier d'une réduction de charges d'intérêts, suite à la baisse du Livret A². Selon notre scénario de base actuel, cet indicateur va rester élevé en 2020-21 au-dessus de 10 fois, grâce à des charges d'intérêts basses.

UN FAIBLE NIVEAU D'ENDETTEMENT ET DES RESERVES IMPORTANTES DE LIQUIDITE TOUJOURS STABLES

Fin 2019, la dette directe de Vosgelis représentait 190 millions d'euros, soit 2,6 fois ses recettes et 35% de son actif total, une légère baisse comparée à 2018 (195 millions d'euros) suite à des remboursements en anticipé. Le plan actuel d'activité de Vosgelis prévoit des dépenses annuelles d'investissement modérées, de l'ordre de 21 millions d'euros par an sur la période 2020-2023, qui coïncident avec leur évolution historique et sont essentiellement destinées à l'entretien de son parc de logements existant. Son programme de développement prévoyant la construction d'environ 30 nouveaux logements par an parallèlement à la démolition de près de 40 unités et la vente de 20-25 unités, le parc de logements devrait diminuer légèrement (-0,2% par an sur les quatre prochaines années). Les besoins de financement vont de fait rester limités et le niveau de la dette demeurera stable à moyen terme, autour de 2,6 fois ses recettes totales.

La trésorerie disponible et les placements à court terme de Vosgelis s'élevaient à 83 millions d'euros fin 2019, soit un niveau 12,6 fois supérieur aux besoins de trésorerie de l'entité pour les deux années suivantes.

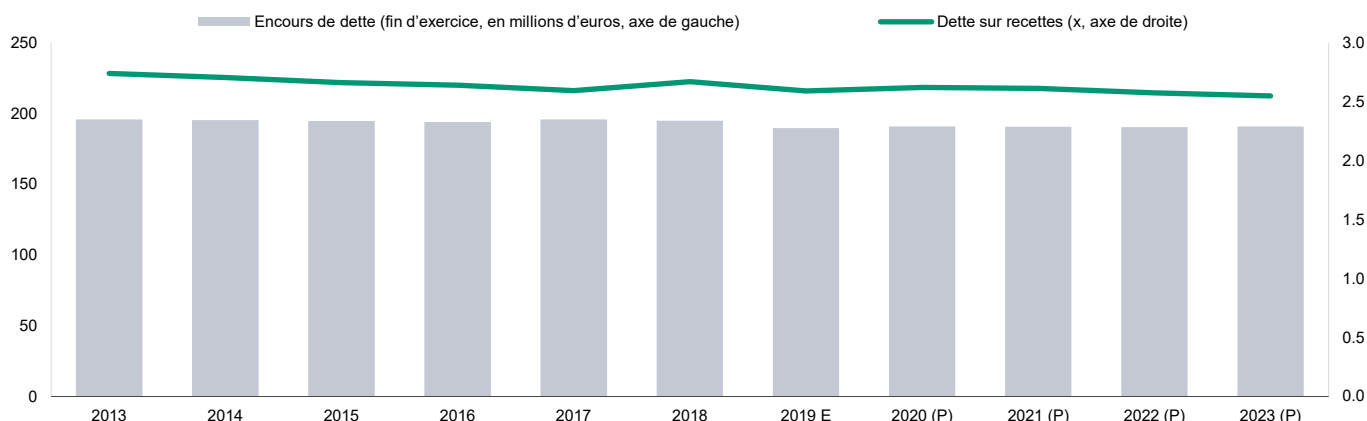
Vosgelis détient 99% de Neobilis (non noté), un autre bailleur créé dans le but de développer les logements en accession à la propriété. Après avoir livré ses deux premiers logements en 2018 (un vendu, l'autre destiné à la location), Neobilis a commencé une deuxième opération de 16 logements (dont 9 ont déjà été réservés). L'entité va intensifier à moyen terme son programme de développement - à hauteur de 15 logements par an - ce qui nécessitera un financement par emprunt. Si nous n'envisageons pas que Vosgelis garantisse la dette de Neobilis, cet élément sera néanmoins pris en considération dans notre calcul des indicateurs de dette de Vosgelis. Selon les hypothèses actuelles, la dette de Neobilis totalisera moins de 1,8 million d'euros par an.

¹ Voir [Sub-Sovereign – France: France's pact with social housing providers to limit rent cuts over the next three years is credit positive](#)

² Voir [Credit Conditions - A lower Livret A rate is positive for French banks and local public sector](#)

THIS DOCUMENT IS SUBJECT IN ALL RESPECTS TO THE USER AGREEMENT BETWEEN THE RECIPIENT AND MOODY'S, INCLUDING THE CONFIDENTIALITY, NON-RELIANCE AND LIABILITY LIMITATION PROVISIONS

Graphique 3

La dette de Vosgelis demeurera stable

E : Estimations. P : Prévisions

Source : Vosgelis, Moody's Investors Service

UN CADRE REGLEMENTAIRE FAVORABLE AU LOGEMENT SOCIAL

En France, les bailleurs sociaux opèrent dans un environnement fortement réglementé sous l'étroite surveillance de l'Agence nationale de contrôle du logement social (ANCOLS) - le régulateur du secteur, de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) - principal prêteur public, et de la Caisse de Garantie du Logement Locatif Social (CGLLS) - fonds public de garantie. De plus, en vertu de son statut d'office public de l'habitat (OPH), Vosgelis est formellement rattaché au département des Vosges, ce qui implique un niveau de contrôle supplémentaire. Ces entités ont vocation à préserver l'investissement de fonds publics dans le domaine du logement social et sont chargées de contrôler le respect des exigences de reporting spécifiques au secteur avec des indicateurs de performance et normes comptables dédiées. Elles assurent le suivi en continu de nombreux indicateurs de performance liés notamment à l'endettement, aux coûts de fonctionnement, au taux de vacance, aux créances douteuses et à la capacité d'autofinancement. Vosgelis remplit l'ensemble des critères de performance en disposant d'une marge de manœuvre satisfaisante.

Les bailleurs sociaux bénéficient en France par l'intermédiaire de la CDC, d'une source de financement stable, à long terme, à des conditions relativement compétitives et bénéficiant d'une double révisabilité lissant l'impact des variations de taux d'intérêts sur le service de la dette. Du fait de la relative rigidité du cadre réglementaire, le potentiel d'innovation de Vosgelis, ainsi que le niveau et le type de risques que le bailleur peut assumer, sont limités.

UN PARC DE LOGEMENTS DE TAILLE RELATIVEMENT REDUITE AVEC UN POTENTIEL DE CROISSANCE RESTREINT

Vosgelis étant le plus grand bailleur social du département des Vosges (logeant 28 000 habitants, soit 8% de la population totale), il est très peu concurrencé par les autres bailleurs sociaux ou par le secteur privé. Son parc immobilier, qui totalise seulement 16 400 logements, est toutefois plus limité que les autres bailleurs comparables notés. De même, en tant qu'OPH, ses activités se limitent aux frontières géographiques du département des Vosges, la collectivité locale à laquelle il est officiellement rattaché.

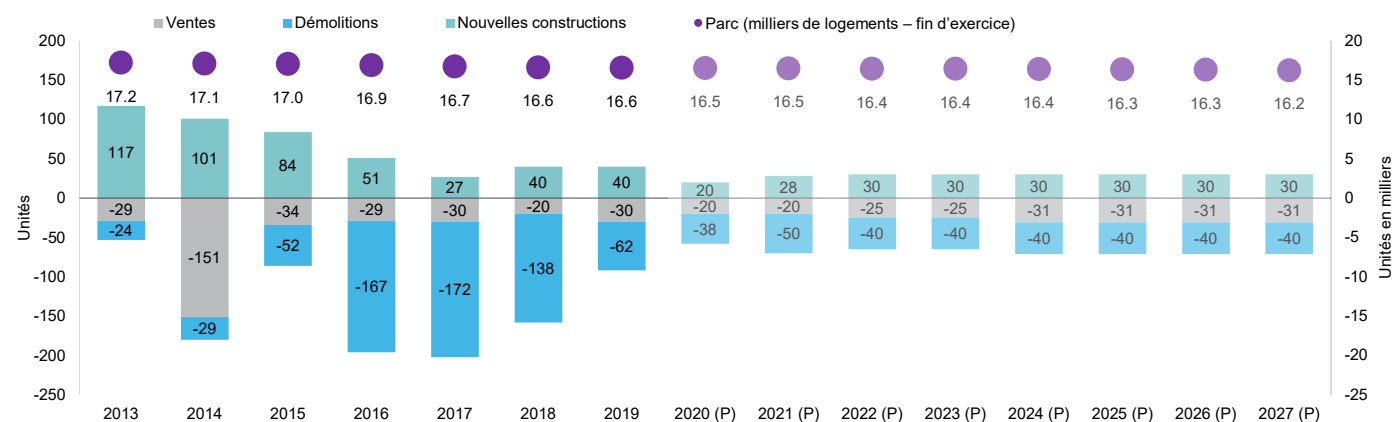
Dans le cadre de son plan d'activité actuel, le bailleur prévoit de renforcer ses activités dans la région Grand-Est à travers sa filiale Neobilis. Il va aussi créer une Société anonyme de coordination (Estoria qui sera légalement créée avant fin 2020), avec d'autres bailleurs sociaux pour étendre sa présence géographique. Ce type de coopération entre bailleurs est prévu par la Loi ELAN (portant sur l'évolution du logement, de l'aménagement et du numérique). Nous comprenons que, même s'il est membre de la Société anonyme de coordination, Vosgelis ne sera tenu à aucune obligation de solidarité envers les autres membres et la nouvelle

THIS DOCUMENT IS SUBJECT IN ALL RESPECTS TO THE USER AGREEMENT BETWEEN THE RECIPIENT AND MOODY'S, INCLUDING THE CONFIDENTIALITY, NON-RELIANCE AND LIABILITY LIMITATION PROVISIONS

structure ne devrait engendrer aucun coût supplémentaire. Le regroupement des services et la centralisation des achats de biens et services pourraient permettre de générer de nouveaux gains d'efficacité à moyen terme.

Graphique 4

Vosgelis n'envisage pas de programmes de développement de grande ampleur



P : Prévisions

Sources : Vosgelis, Moody's Investors Service

UNE EVOLUTION DEMOGRAPHIQUE DEFAVORABLE QUI S'ACCOMPAGNERA A MOYEN TERME DE RISQUES LIES A LA DEMANDE

Le département des Vosges, petit département d'environ 370 000 habitants, présente une évolution démographique défavorable. Ces 10 dernières années, la population a diminué de 0,25%, ce qui a eu une incidence sur la pyramide des âges. Les plus de 60 ans, en hausse par rapport à 2010 (25,5%) représentaient en 2015 près de 30,0% de la population totale. De plus, les Vosges sont caractérisées par une population relativement plus pauvre que la moyenne nationale, avec un revenu disponible médian plus bas que celui national (19 000 € versus 21 000€).

Ces caractéristiques sont préjudiciables au marché local de l'immobilier. Si la demande de logements sociaux demeure en phase avec celle des autres territoires français, l'incidence devrait être néanmoins plus notable à moyen terme. Face à ces problèmes, Vosgelis a mis en place une stratégie de rétention des locataires. Il a réduit le nombre de constructions nouvelles, se concentrant sur les zones à forte demande. Ses dépenses d'investissement concernent en majeure partie l'entretien et la rénovation du parc de logements existant pour répondre aux besoins des locataires. Il s'est associé également à d'autres organismes sociaux de la région pour proposer à ses locataires une offre de services sociaux diversifiée, afin d'augmenter ainsi son taux de rétention. Le taux de vacance se situe actuellement à 3,6%, soit un niveau inférieur à celui des autres bailleurs français de profil comparable (4,6%).

Éléments retenus pour déterminer le soutien exceptionnel

Nous estimons que Vosgelis bénéficie d'une forte probabilité de soutien exceptionnel de la part de l'État français du fait de l'importance du logement social en France et du large périmètre de compétences dont dispose, en matière de recours, le régulateur en cas de difficultés financières. Le vote récent de la Loi Élan est sans incidence sur notre perception du soutien exceptionnel susceptible d'être apporté à Vosgelis. Le soutien exceptionnel se matérialise par le biais des vastes mécanismes de contrôle et de soutien dont disposent les régulateurs, avec notamment la possibilité pour ces derniers d'accorder des dotations en capital et des garanties, de nommer de nouveaux gestionnaires et dirigeants, mais aussi d'imposer, dans les cas extrêmes, des réorganisations. Dans le contexte français, un soutien exceptionnel serait accordé par les mêmes organismes publics qui constituent la base de l'environnement opérationnel et du cadre réglementaire : la CDC, l'ANCOLS et la CGLLS. De plus, nous estimons que la corrélation au défaut entre les bailleurs sociaux français et le gouvernement central est très forte, en raison de l'importance de leurs liens financiers et opérationnels.

THIS DOCUMENT IS SUBJECT IN ALL RESPECTS TO THE USER AGREEMENT BETWEEN THE RECIPIENT AND MOODY'S, INCLUDING THE CONFIDENTIALITY, NON-RELIANCE AND LIABILITY LIMITATION PROVISIONS

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 de Vosgelis

En évaluant la solidité économique et financière des émetteurs du secteur local, nous prenons en considération l'impact des facteurs environnementaux (E), sociaux (S) et de gouvernance (G). S'agissant de Vosgelis, l'importance relative des problématiques ESG dans son profil de crédit se caractérise comme suit:

Les risques environnementaux n'ont pas d'incidence significative pour Vosgelis. Les principales expositions aux risques environnementaux sont liées aux inondations et aux glissements de terrain, deux risques physiques largement gérés par les autorités nationales, de plus, en cas de catastrophe naturelle, le gouvernement central interviendrait. L'adaptation à la réglementation carbone est pleinement intégrée dans les programmes de rénovation de Vosgelis, qui fait l'objet d'un financement spécifique à des conditions compétitives de la CDC et contribue de manière importante au maintien de l'attractivité de son parc de logement dans les zones à faible demande. Ces coûts peuvent également être en partie reportés sur les locataires via des hausses de loyers.

Les risques sociaux ont une incidence significative sur le profil de crédit de Vosgelis. Le secteur est exposé à des risques associés aux politiques sociales, à l'évolution démographique et à la demande de logements sociaux. Ces facteurs sont pris en considération dans notre évaluation de l'environnement opérationnel. Les agendas gouvernementaux axés sur la politique sociale peuvent être positifs ou négatifs pour le secteur. Si en France, le logement social bénéficie généralement d'un soutien politique, facteur propre à renforcer la qualité de crédit du secteur, pour des raisons d'équilibrage budgétaire, le gouvernement français a toutefois décidé en 2017 de restreindre progressivement les subventions accordées aux locataires de logements sociaux et a imposé des baisses de loyers de manière proportionnelle, un facteur ayant, dans une perspective de risque de crédit, une incidence négative sur le secteur. En juin 2019, le gouvernement a néanmoins décidé de nouvelles mesures visant à atténuer l'impact financier de la réduction du loyer de solidarité et stimuler la production et la rénovation de logements sociaux. La relation-client et la qualité des produits proposés peuvent également avoir une incidence sur les organismes de logements sociaux dans la mesure où un taux de vacance plus élevé pèsera sur leur marge de fonctionnement.

Le risque associé à la gouvernance a une incidence majeure sur le profil de crédit de Vosgelis et est capturé par notre méthodologie.

Nous revenons plus spécifiquement sur l'ensemble de ces aspects dans la section « Critères détaillés pris en compte dans le profil de crédit » ci-dessus. Notre méthodologie multisectorielle « [General Principles for Assessing ESG Risks](#) » précise la démarche retenue par Moody's vis-à-vis des critères ESG.

THIS DOCUMENT IS SUBJECT IN ALL RESPECTS TO THE USER AGREEMENT BETWEEN THE RECIPIENT AND MOODY'S, INCLUDING THE CONFIDENTIALITY, NON-RELIANCE AND LIABILITY LIMITATION PROVISIONS

Méthodologie de notation et facteurs retenus dans la Scorecard

Le BCA (Baseline Credit Assessment ou évaluation du risque de crédit intrinsèque) de a1 est en ligne avec le score suggéré par la grille de notation.

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

2018 Vosgelis			
Baseline Credit Assessment	Pondération	Valeur	Score
Scorecard			
Facteur 1: Cadre institutionnel			
Cadre d'opération	10%	a	a
Cadre réglementaire	10%	aa	aa
Facteur 2: Position de marché			
Logements gérés	10%	16,615	baa
Facteur 3: Performances financière			
Marge opérationnelle	5%	11.8%	ba
Couverture des intérêts par les marges locatives	10%	5.7x	aaa
Couverture des intérêts par les flux de trésorerie ajustés de la volatilité	10%	13.3x	aaa
Facteur 4: Dette et liquidité			
Dette sur revenus	5%	2.7x	a
Dette sur actifs	10%	39.1%	ba
Couverture des dépenses d'investissement par les liquidités	10%	91.8x	aaa
Facteur 5: Gestion et gouvernance			
Contrôle des risques et gestion financière	10%	a	a
Gestion de la dette et des placements	10%	a	a
BCA suggéré			a1

Source: Vosgelis, Moody's Investors Service

Notations

GRAPHIQUE 6

Catégorie	Notation Moody's
Vosgelis	
Perspective	Stable
Notation d'émetteur à long terme	Aa3
Notation d'émetteur à court terme	P-1

Source: Moody's Investors Service

THIS DOCUMENT IS SUBJECT IN ALL RESPECTS TO THE USER AGREEMENT BETWEEN THE RECIPIENT AND MOODY'S, INCLUDING THE CONFIDENTIALITY, NON-RELIANCE AND LIABILITY LIMITATION PROVISIONS

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. AND/OR ITS CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE MOODY'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S INVESTORS SERVICE DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S INVESTORS SERVICE CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHERS ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$2,700,000. MCO and Moody's investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody's.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY250,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

REPORT NUMBER 1215838

THIS DOCUMENT IS SUBJECT IN ALL RESPECTS TO THE USER AGREEMENT BETWEEN THE RECIPIENT AND MOODY'S, INCLUDING THE CONFIDENTIALITY, NON-RELIANCE AND LIABILITY LIMITATION PROVISIONS