

Les notes du secteur public français fortement touchées par l'abaissement de la note de l'Etat

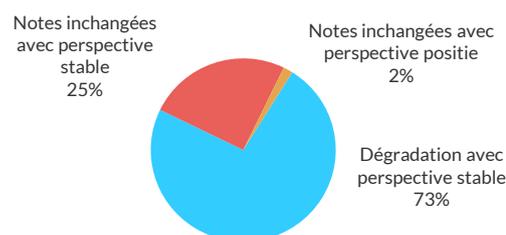
73% des notes ont été abaissées à la suite de la dégradation de la note souveraine

- 44 sur 60 notes publiques abaissées
- 90% des crédits notés 'AA-' ou 'A+'
- Le plafond souverain s'applique aux CT
- Les entités du secteur public touchées par la moindre qualité de crédit de l'Etat
- Des notes à court terme très peu affectées

Quarante-quatre des 60 notes du secteur public français (73%) ont été abaissées à la suite de la dégradation de la note de la France de 'AA/Négative' à 'AA-/Stable' le 28 avril 2023. Les seize notes restantes n'ont pas été affectées par le changement de note souveraine.

La liste des notes affectées inclut 27 entités liées à l'Etat français (*Government-Related Entities*, GRE), treize collectivités territoriales (CT), deux entités liées à la ville de Paris, les programmes de financement de Bpifrance, garantis par l'EPIC Bpifrance (AA-/Stable), et une émission de 100 millions d'euros effectuée par huit hôpitaux qui arrivera à échéance en décembre 2025 (CHU 2015).

Impact de la dégradation souveraine - Secteur public



Source : Fitch Ratings

Les perspectives de l'ensemble de ces entités étaient auparavant négatives et ont été révisées à stables. Sur les 58 entités du secteur public français notées, 57 ont désormais une perspective stable, alors qu'une entité (la Croix-Rouge française) reste sous perspective positive.

Une concentration plus grande des notes

Les notes du secteur public français sont désormais particulièrement concentrées sur l'échelle de notation : deux crans représentent 90% des notes : 60% sont 'AA-', et 30% 'A+', le restant étant soit 'A', soit 'A-'. La concentration des notes est particulièrement importante pour les collectivités territoriales : 17 des 20 entités notées (soit 85%) ont une note équivalente à l'Etat français ('AA-'). Treize ont un profil de crédit intrinsèque (PCI) supérieur à la note de l'Etat, alors que quatre collectivités territoriales ont un PCI de 'aa-'.

Recherches associées

Fitch Downgrades France to 'AA-'; Outlook Stable

Fitch abaisse les notes de 12 collectivités territoriales françaises, les perspectives sont stables

Fitch abaisse la note de 27 entités du secteur public français ; les perspectives sont stables

Fitch abaisse les notes de la Nouvelle Aquitaine à 'AA-' ; la perspective est stable

Fitch abaisse la note de la SEMAPA à 'A+' ; la perspective est stable

Fitch abaisse la note du Crédit Municipal de Paris à 'A+' ; la perspective est stable

Fitch révisé la perspective de CDC Habitat à stable : la note 'AA-' est confirmée

Fitch Revises Outlook on Societe Nationale SNCF SA to Stable; Affirms at 'AA-'

Analystes



Pierre Charpentier

+33 1 44 29 91 45

pierre.charpentier@fitchratings.com

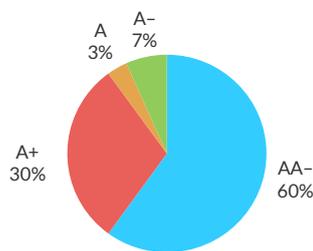


Mark Brown

+44 20 3530 1588

mark.brown@fitchratings.com

Répartition des notes - Secteur public français



Source : Fitch Ratings

Répartition des notes – Secteur public français

Note à long terme	Collectivités territoriales	Entités liées à un gouvernement ^a	Total
AA-	17	19	36
A+	3	15	18
A	0	2	2
A-	0	4	4
Total	20	40	60

^a Comprenant deux instruments de dette
Source : Fitch Ratings

La répartition des notes est plus équilibrée pour les entités liées à un gouvernement. Près de la moitié (19 notes sur 40) sont au même niveau que l'Etat. Pour 14 de ces entités, cela reflète uniquement la probabilité de soutien extraordinaire de l'Etat (score de 45 points ou plus selon notre méthodologie de notation). Pour les programmes de Bpifrance, la note reflète la garantie de l'Epic Bpifrance.

Pour les quatre autres entités, l'alignement de la note reflète un score de soutien plus faible (35 ou 40 points), combiné à un PCI situé à maximum trois crans en-dessous de la note souveraine.

Le plafond souverain s'applique aux collectivités territoriales françaises

Les notes à long terme de 13 des 20 collectivités territoriales françaises notées par Fitch ont été abaissées à la suite de la modification de la note souveraine. Ces dégradations s'expliquent par le plafond souverain qui s'applique aux CT françaises.

Les collectivités territoriales françaises ne peuvent être notées au-dessus de l'Etat français. Lorsque leur profil de crédit intrinsèque (PCI) est évalué au-dessus de celui de la note souveraine, leur note finale est plafonnée par la note de l'Etat. Ceci reflète l'influence importante que l'Etat français exerce sur leurs compétences et leur trajectoire financière. L'Etat peut modifier les compétences et les ressources des collectivités territoriales par la loi, et sans révision de la Constitution. Il a également une influence importante sur l'évolution des dépenses des collectivités territoriales car il définit leurs principales compétences. En outre, la Constitution peut être modifiée au niveau national, sans accord des collectivités.

Désormais, 13 des 20 collectivités territoriales françaises notées ont un PCI supérieur à la note de l'Etat français. Deux PCI sont 'aaa', cinq sont 'aa+' et six sont 'aa'.

L'abaissement de la note souveraine n'a pas conduit à une modification du profil de risque des collectivités françaises, ni à un changement de leur PCI. La note souveraine reste en effet en catégorie 'aa', ce qui reste compatible avec une évaluation à « fort » du risque de contrepartie pour les transferts reçus (facteur de notation « Robustesse des recettes ») et pour les soutiens potentiels en trésorerie (facteur de notation « Flexibilité de la dette et de la liquidité »).

Les sept collectivités territoriales dont la note était auparavant inférieure à 'AA' n'ont pas été touchées par la dégradation de la note souveraine. Leurs notes reflètent leurs PCI, et ceux-ci n'ont pas été modifiés à la suite de l'abaissement de la note de l'Etat.

CT françaises dont la note a été abaissée en raison du changement de la note souveraine

Collectivité	PCI	Note à long terme précédente	Nouvelle note à long terme
Bretagne, région	aa+	AA	AA-
Centre-Val de Loire, région	aa	AA	AA-
Haute-Savoie, département	aaa	AA	AA-
La Manche, département	aa+	AA	AA-
Grand-Lyon, métropole	aa	AA	AA-
Ile-de-France, région	aa+	AA	AA-
Nouvelle-Aquitaine, région	aa	AA	AA-
Occitanie, région	aa	AA	AA-
Paris, Ville de	aa	AA	AA-
Puy-de-Dôme, département	aa+	AA	AA-
Savoie, département	aaa	AA	AA-
Strasbourg, Eurométropole	aa	AA	AA-
Val d'Oise, département	aa+	AA	AA-

Source : Fitch Ratings

Les entités dépendantes de l'Etat français majoritairement touchées

La modification de la note de l'Etat a conduit à l'abaissement de 24 notes d'entités notées principalement en fonction de soutien extraordinaire attendu.

Les notes à long terme de 14 entités liées à l'Etat français ont été abaissées de 'AA' à 'AA-'. Ces entités disposent d'un score de 45 points ou plus selon notre méthodologie de notation.

Ces entités ne peuvent être notées au-dessus de l'Etat français. Pour celles qui n'ont pas de PCI, Fitch considère qu'elles agissent principalement comme des instruments de politique publique de l'Etat et que leur activité ne peut être déliée de celle de l'Etat.

Entités liées à l'Etat français ayant un score de 45 points ou plus

Entité / GRE	PCI	Score GRE	Note à long terme précédente	Nouvelle note à long terme
Action Logement Groupe	-	45	AA	AA-
Action Logement Immobilier	bbb+	45	AA	AA-
Action Logement Services	-	45	AA	AA-
Agence Centrale des Organismes de Sécurité sociale (ACOSS)	-	60	AA	AA-
Agence française de Développement (AFD)	-	50	AA	AA-
Assistance Publique- Hôpitaux de Paris (AP-HP)	bb-	50	AA	AA-
Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES)	-	60	AA	AA-
Caisse de Dépôts et Consignations (CDC)	-	55	AA	AA-
Caisse nationale des autoroutes (CNA)	-	45	AA	AA-
EPIC Bpifrance	-	50	AA	AA-
Régie Autonome des Transports Parisiens (RATP)	a-	45	AA	AA-
SNCF Réseau	a-	50	AA	AA-
Société du Grand Paris (SGP)	-	50	AA	AA-
Unedic	-	55	AA	AA-

Source: Fitch Ratings

Pour les entités qui ont un PCI, celui-ci est inférieur à la note souveraine et leur note finale reflète uniquement la probabilité de soutien de l'Etat français.

La note à long terme des programmes et des émissions de Bpifrance a été abaissée de 'AA' à 'AA-' car la note repose sur la garantie autonome à première demande, inconditionnelle et irrévocable de la part de l'EPIC Bpifrance.

Les notes à long terme de huit entités notées selon une approche de notation descendante ont été abaissées de 'AA-' à 'A+'. Elles ont un score de 35 points selon notre méthodologie de notation. Leur PCI est situé à plus de trois crans de la note souveraine et n'a pas d'impact positif sur la note finale (cf. Annexe A).

Une logique similaire s'applique aux participants les plus faibles de l'émission conjointe CHU 2015, ce qui explique son abaissement à 'A+'.

Enfin, deux entités liées à la ville de Paris (le Crédit Municipal de Paris et la Semapa) sont notées un cran en-dessous de la ville de Paris, et leurs notes à long terme ont été abaissées après la dégradation de la ville.

Une importance croissante des profils de crédit intrinsèque

Les PCI jouent un rôle plus important dans l'attribution de la note depuis l'abaissement de la note souveraine. Selon notre méthodologie de notation, les entités liées à un gouvernement peuvent bénéficier d'une meilleure note quand leur PCI est situé à trois, ou à quatre crans, de la note du gouvernement de référence (cf. Annexe A).

Entités françaises liées à un gouvernement dont le score GRE est 35 ou 40 (approche de notation descendante, ou alignement des notes)

Entité	Sponsor	PCI	Score de soutien	Note à long terme précédente	Nouvelle note à long terme	Approche de notation
ACM Habitat	Métropole de Montpellier	a-	40	AA-	Inchangée	Non divulguée
Assistance Publique Hôpitaux de Marseille (AP-HM)	France	bb	35	AA-	A+	Descendante moins 1 cran
CDC Habitat	France	a-	40	AA-	Inchangée	Alignement des notes
Crédit Municipal de Paris (CMP)	Ville de Paris	-	35	AA-	A+	Descendante moins 1 cran
CH de Roubaix	France	bbb+	30	A+	Inchangée	Descendante moins 1 cran
Ile-de-France Mobilités	France	bbb	35	AA-	A+	Descendante moins 1 cran
La Poste	France	bbb+	30	A+	Inchangée	Descendante moins 1 cran
Semapa	Ville de Paris	-	35	AA-	A+	Descendante moins 1 cran
Société Nationale SNCF SA	France	a-	35	AA-	Inchangée	Alignement des notes
CHU d'Angers	France	bbb+	35	AA-	A+	Descendante moins 1 cran
CHU de Brest	France	a-	35	AA-	Inchangée	Alignement des notes
CHU de Nancy	France	bb	35	AA-	A+	Descendante moins 1 cran
CHU de Nantes	France	bbb	35	AA-	A+	Descendante moins 1 cran
CHU de Nice	France	b	35	AA-	A+	Descendante moins 1 cran
CHU de Rennes	France	bbb	35	AA	A+	Descendante moins 1 cran
CHU de Strasbourg	France	bb	35	AA	A+	Descendante moins 1 cran

Source: Fitch Ratings

Certaines entités liées à l'Etat français notées selon une approche de notation descendante ont gardé une note inchangée malgré la modification de la note de la France car leur PCI a un effet positif sur l'approche de notation applicable.

Les notes à long terme de trois entités sont désormais alignées sur la note de l'Etat français, reflétant un score de 35 ou 40 points et un PCI de 'a-', à trois crans de la note souveraine. Il s'agit du centre hospitalier universitaire de Brest (CHU Brest), de CDC Habitat et de la Société nationale SNCF SA.

Une logique similaire s'applique à ACM Habitat. Le PCI de cette entité est 'a-' et elle bénéficie d'une forte probabilité de soutien de la métropole de Montpellier (non notée).

Les PCI de CDC Habitat et de la Société Nationale SNCF SA ont été révisés de 'bbb+' à 'a-' en mai, ce qui a conduit à une révision de leur perspective de négative à stable.

Pour CDC Habitat, nous avons revu à la hausse le facteur de notation « Capacité à maintenir ses recettes » de « modéré » à « fort » en lien avec des entités internationales comparables. Pour la Société nationale SNCF SA, le rehaussement du PCI reflète l'amélioration de son profil financier.

Deux entités qui étaient auparavant notées deux crans en-dessous de l'Etat français sont désormais notées un cran sous la note de la France : la Poste et le Centre hospitalier de Roubaix. Pour ces deux entités, le score de soutien est de 30 points et le PCI est de 'bbb+', soit à quatre crans de la note de l'Etat français.

Les entités notées selon une approche ascendante également touchées

Les notes à long terme de cinq bailleurs sociaux notés selon une approche de notation ascendante ont également été abaissées en raison de la dégradation souveraine. L'abaissement de la note reflète l'application de notre tableau de positionnement des notes (cf. Annexe A).

Pour quatre entités (Clésence, Erilia, Logirep et SHLMR), le score de soutien reste de 15 points, et l'écart entre le PCI de ces entités ('bbb+') et la note souveraine est désormais de quatre crans. Selon la

méthodologie de notation de Fitch, le rehaussement de note lié au soutien de l'Etat est limité à un cran dans ce cas, contre deux auparavant, en raison de l'abaissement de la qualité de crédit de l'Etat.

La note de Résidences le Logement des Fonctionnaires (RLF) reflète désormais son PCI de 'a+'. Celui-ci est inférieur de seulement un cran à la note de l'Etat. Selon notre méthodologie de notation, le rehaussement est plafonné dans ce cas et ne permet pas d'avoir une note équivalente à celle du gouvernement de référence.

A l'inverse, les notes de trois entités notées selon une approche de notation ascendante n'ont pas été affectées par l'abaissement de la note souveraine. Pour la Croix-Rouge française, Sia Habitat et Sciences Po, le score de soutien est également de 15 points et le PCI est soit de 'a-', soit de 'a' (à deux ou trois crans de la note souveraine). Selon notre méthodologie de notation, ces entités bénéficient toujours d'un rehaussement d'un cran entre leur PCI et leur note finale.

La perspective de la Croix-Rouge reste positive malgré l'abaissement de la note souveraine. Pour cette entité, le PCI pourrait être revu à 'aa-', en raison de l'amélioration de son profil financier, ce qui conduirait à un rehaussement de sa note finale.

Des notes à court terme principalement inchangées

Sur les 57 notes à court terme du portefeuille, 53 sont restées inchangées à la suite de l'abaissement de la note souveraine pour les raisons suivantes (cf. Annexe B sur les règles applicables).

- La note à court terme de la France est restée inchangée à 'F1+', seule option possible lorsque la note à long terme est 'AA-'.
- Sur les 57 notes, la note à long terme de 15 entités est restée inchangée (7 collectivités territoriales; huit entités du secteur public).
- La note à long terme de 27 entités a été abaissées à 'AA-' (treize collectivités territoriales et quatorze entités du

Entités du secteur public avec un score de soutien de 15 points (approche de notation ascendante)

Entité	Gouvernement de référence	PCI	Score de soutien	Note à long terme précédente	Nouvelle note à long terme	Approche de notation
Clésence	France	bbb+	15	A	A-	Ascendante + 1 cran
Croix-Rouge française	France	a	15	A+	Inchangée	Ascendante + 1 cran
Erilia	France	bbb+	15	A	A-	Ascendante + 1 cran
LogiRep	France	bbb+	15	A	A-	Ascendante + 1 cran
Résidences le Logement des Fonctionnaires	France	a+	15	AA-	A+	Ascendante + 1 cran, plafonné à un cran de la note du gouvernement
Sia Habitat	France	bbb+	15	A	Inchangée	Ascendante + 1 cran
Societe Anonyme d'Habitations à Loyer Modéré de la Réunion	France	bbb+	15	A	A-	Ascendante + 1 cran
Fondation Nationale des Sciences Politiques (Sciences Po)	France	a-	15	A	Inchangée	Ascendante + 1 cran

Source : Fitch Ratings

- secteur public dont la note est alignée sur la note souveraine). Pour ces entités, 'F1+' reste la seule option possible, comme c'est le cas pour la France.
- Pour dix entités notées 'A+', l'option la plus élevée s'applique ('F1+' au lieu de 'F1') car ces entités sont notées selon une approche de notation descendante.
 - RLF est désormais noté 'A+' en raison de son PCI. L'option la plus élevée s'applique également à cette entité car elle remplit les conditions de niveau de liquidité (cf. Annexe B).
- A l'inverse, Fitch a abaissé la note à court terme de quatre entités (Clésence, Erilia, LogiRep et SHLMR) de 'F1+' à 'F1'. 'F1' est désormais l'option la plus élevée correspondant à leur note à long terme de 'A-' (cf. Annexe B).

Annexe A : tableau de positionnement des notes

Tableau de positionnement des notes

PCI du GRE vs note du sponsor public/ score du soutien global	Égal ou supérieur à 45	Entre 35 et 42,5	Entre 27,5 et 32,5	Entre 20 et 25	Entre 15 et 17,5	12,5	Égal ou inférieur à 10
Identique ou supérieur au sponsor public	Intrinsèque ou plafonné	Intrinsèque ou plafonné	Intrinsèque ou plafonné	Intrinsèque ou plafonné	Intrinsèque ou plafonné	Intrinsèque ou plafonné	Intrinsèque ou plafonné
Jusqu'à trois crans d'écart avec le sponsor public	Équivalent	Équivalent	Équivalent	Descendant, minoré de 1 cran ^a	Ascendant + 1 cran, et plafonné à au niveau de la note du sponsor public minorée de 1 cran.	Ascendant + 1 cran, et plafonné au niveau de la note du sponsor public minorée de 1 cran.	Intrinsèque
Quatre crans d'écart avec le sponsor public	Équivalent	Descendant minoré de 1 cran	Descendant minoré de 1 cran	Descendant minoré de 2 crans	Ascendant + 1 cran	Ascendant + 1 cran	Intrinsèque
Plus de quatre crans d'écart avec le sponsor public ou PCI non établi/non significatif ^c	Équivalent	Descendant minoré de 1 cran	Descendant minoré de 2 crans	Descendant minoré de 3 crans	Ascendant + 2 ou +3 crans et plafonné au niveau de la note du sponsor public minorée de 3 crans ^b	Ascendant + 1 cran ^b	Intrinsèque ^b

^a Si le PCI du GRE est inférieur d'un cran à celui du sponsor public et si les facteurs de crédit du GRE sont largement indépendants de ceux du sponsor public, il est possible d'envisager un relèvement d'un cran pour que la note soit alignée sur celle du sponsor public

^b Lorsque le PCI n'est pas calculé ou qu'il n'est pas significatif, les entités pour lesquelles l'approche de notation est ascendante ou intrinsèque ne pourront pas être notées

^c Le PCI peut être « non significatif » lorsque l'émetteur ne peut être effectivement dissocié du sponsor public – notamment lorsque le GRE agit essentiellement pour le compte du sponsor public dans le cadre d'une mission d'intérêt général et ne génère pas ses propres cash flows ou en raison de liens opérationnels et financiers très étroits avec le sponsor public.

Source : Fitch Ratings

Annexe B : règles relatives aux notes à court terme applicables aux entités du secteur public

Les notes à court terme dépendent d'abord du niveau de notes à long terme, en fonction du tableau de correspondance de Fitch.

Tableau de correspondance

Notes à long terme	Note à court terme standard	Note à court terme - Option la plus élevée
De AAA à AA-	F1+	-
A+	F1	F1+
A	F1	F1+
A-	F2	F1
BBB+	F2	F1
BBB	F3	F2
BBB-	F3	-
De BB+ à B-	B	-
De CCC à C	C	-
RD	RD	-
D	D	-

Source : Fitch Ratings

Lorsqu'une note à long terme peut conduire à deux options de notes à court terme, les règles suivantes s'appliquent aux entités du secteur public.

- Lorsque les notes à long terme sont alignées sur celles du gouvernement, les notes à court terme sont également alignées.
- Lorsque l'approche de notation est descendante, l'option la plus élevée s'applique également (si la note à court terme du gouvernement est également la plus élevée).
- Lorsque l'approche de notation est ascendante ou repose uniquement sur le PCI, l'option la plus élevée peut s'appliquer si les conditions du tableau ci-dessous sont remplies :

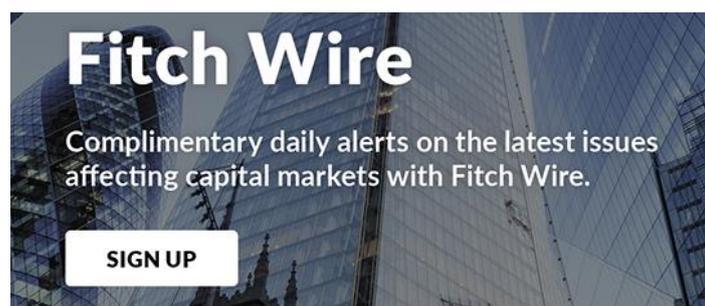
Seuils nécessaires pour obtenir la note à court terme la plus élevée

Note à court terme la plus élevée	Evaluation de la capacité à maintenir les recettes	Ratio de couverture par la liquidité ^b , seuil minimum (x)	Evaluation du profil de liquidité	Evaluation de la structure de la dette et du hors bilan
A+/F1+	Fort/aa	1,25	Neutre	Neutre
A+/F1+	Moyen/bbb	2,0	Neutre	Neutre
A/F1+	Fort/aa	1,25	Neutre	Neutre
A/F1+	Moyen/bbb	2,0	Neutre	Neutre
A-/F1	Moyen/a	1,1	Neutre	Neutre
A-/F1	Moyen/bbb	1,75	Neutre	Neutre
BBB+/F1	Moyen/a	1,25	Neutre	Neutre
BBB+/F1	Moyen/bbb	2,0	Neutre	Neutre
BBB/F2	Moyen/bbb	1,1	Neutre	Neutre
BBB/F2	Faible/bb	1,75	Neutre	Neutre

^aFort, moyen et faible se réfèrent à l'évaluation des facteurs de notation dans cette méthodologie.

^bRatio de couverture par la liquidité - (Disponibilités non restreintes et lignes de trésorerie) / (remboursement du principal dans une période de 90 jours)

Source : Fitch Ratings.



Fitch Wire Analysts

Justin Patrie, CFA

Head of Fitch Wire

+1 646 582-4964

justin.patrie@fitchratings.com

Mark Brown

Sovereigns, Structured Finance

+44 20 3530-1588

mark.brown@fitchratings.com

Duncan Innes-Ker

Asia-Pacific

+852 2263 9993

duncan.innes-ker@fitchratings.com

Laura Kaster, CFA

Financial Institutions

+1 646 582-4497

laura.kaster@fitchratings.com

Tatiana Kordyukova

Corporates, Infrastructure & Project Finance

+44 20 3530-1954

tatiana.kordyukova@fitchratings.com

Carla Norfleet Taylor, CFA

Corporates

+1 312 368-3195

carla.norfleettaylor@fitchratings.com

David Prowse

Financial Institutions

+44 20 3530-1250

david.prowse@fitchratings.com

Sarah Repucci

Infrastructure & Project Finance, Public Finance,
Structured Finance

+1 212 908-0726

sarah.repucci@fitchratings.com

Fitch Wire Editors

London

Sarah Abu Sharkh,

James Keighley, Natalie Morton,

[Samantha Pankovas](#), [Brian Reid](#),

Mike Rothschild, Neil Sen

New York

Jennifer Hickey,

Louis Standish

Chicago

Brad Lewis, Philip Milano,

Catherine Eves

Asia Pacific

Marissa Chew, Koh Keat Kian,

John Laubscher, Daniel Morrissey,

Joanna Pelc

DISCLAIMER & DISCLOSURES

All Fitch Ratings (Fitch) credit ratings are subject to certain limitations and disclaimers. Please read these limitations and disclaimers by following this link: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. In addition, the following <https://www.fitchratings.com/rating-definitions-document> details Fitch's rating definitions for each rating scale and rating categories, including definitions relating to default. Published ratings, criteria, and methodologies are available from this site at all times. Fitch's code of conduct, confidentiality, conflicts of interest, affiliate firewall, compliance, and other relevant policies and procedures are also available from the Code of Conduct section of this site. Directors and shareholders' relevant interests are available at <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch may have provided another permissible or ancillary service to the rated entity or its related third parties. Details of permissible or ancillary service(s) for which the lead analyst is based in an ESMA- or FCA-registered Fitch Ratings company (or branch of such a company) can be found on the entity summary page for this issuer on the Fitch Ratings website.

In issuing and maintaining its ratings and in making other reports (including forecast information), Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings and reports should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating or a report will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings and its reports, Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings and forecasts of financial and other information are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings and forecasts can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating or forecast was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind, and Fitch does not represent or warrant that the report or any of its contents will meet any of the requirements of a recipient of the report. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion and reports made by Fitch are based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings and reports are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating or a report. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at any time for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of the United Kingdom, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.

For Australia, New Zealand, Taiwan and South Korea only: Fitch Australia Pty Ltd holds an Australian financial services license (AFS license no. 337123) which authorizes it to provide credit ratings to wholesale clients only. Credit ratings information published by Fitch is not intended to be used by persons who are retail clients within the meaning of the Corporations Act 2001.

Fitch Ratings, Inc. is registered with the U.S. Securities and Exchange Commission as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (the "NRSRO"). While certain of the NRSRO's credit rating subsidiaries are listed on Item 3 of Form NRSRO and as such are authorized to issue credit ratings on behalf of the NRSRO (see <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), other credit rating subsidiaries are not listed on Form NRSRO (the "non-NRSROs") and therefore credit ratings issued by those subsidiaries are not issued on behalf of the NRSRO. However, non-NRSRO personnel may participate in determining credit ratings issued by or on behalf of the NRSRO.

Copyright © 2023 by Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. 33 Whitehall Street, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved.