

Caisse Nationale des Autoroutes (CNA)

Rapport de notation

Notes de défaut émetteur (IDR)

Devises	
Long terme	AA
Court terme	F1+

Monnaie locale	
Long terme	AA

Perspectives

Foreign-Currency Long-Term IDR	Stable
Local-Currency Long-Term IDR	Stable

Données financières

Caisse Nationale des Autoroutes		
(Mio EUR)	31 déc 13	31 déc 12
Recettes d'exploitation	2,1	2,2
Variation de la dette	-1 221,1	-1 232,2
Dette bancaire	3,077,1	3,369,0
Obligations	6 013,8	6 943,0
Dette totale	9 090,9	10 312,0
Actif total	9 217,9	10 435,1

Fondamentaux des notes

Des notes liées à celles de l'Etat : Conformément à sa méthodologie de notation des entités du secteur public, Fitch considère que les notes de la CNA sont liées à celles de la France (AA/stable/F1+) ; elles sont également alignées sur celles de l'Etat en raison de son statut d'établissement public administratif (EPA) qui, selon Fitch, lui confère un fort soutien de ce dernier quant à sa solvabilité et sa liquidité. Les notes prennent également en compte le contrôle étroit exercé par celui-ci.

Un soutien financier de l'Etat : En tant qu'EPA, la CNA est exonérée des procédures de liquidation de droit commun et peut bénéficier des mécanismes publics de soutien de liquidité (avances budgétaires, achat de titres de créances négociables). Ces derniers ne sont pas plafonnés et ne requièrent qu'une autorisation du ministre des Finances. La CNA n'est pas dotée en capital et sa dette est modérée au regard de la capacité de financement de l'Etat.

Un contrôle direct par l'Etat : L'Etat contrôle directement la CNA dont la quasi-totalité du conseil d'administration est composée de représentants de ses administrations. En tant qu'EPA, la CNA est soumise au droit et aux règles de comptabilité publique ; elle peut être audité par ses ministères de tutelle et la Cour des comptes.

Une caisse d'amortissement : La CNA intervient principalement en tant que caisse d'amortissement de la dette souscrite au nom des sociétés concessionnaires d'autoroutes (SCA) jusqu'en 2006. Les principales SCA, dès les premières ouvertures de leur capital au marché entre 2001 et 2005, ont perdu leur éligibilité aux financements de la CNA qui continue cependant de financer deux sociétés opératrices de tunnels. Les conventions entre la CNA et les SCA visent à assurer la solvabilité de ces dernières, leur dette nette ne devant pas excéder 7 fois leur EBITDA, et ce dernier devant couvrir au moins 2,2 fois leurs charges financières.

Une dette en diminution : La dette de la CNA a diminué en 2014, passant de 9,1 milliards d'euros en 2013 à 7,6 milliards d'euros. Le profil d'amortissement est régulier et devrait faire baisser l'encours à moins de 0,9 milliard d'euros d'ici 2018. La dette émise au profit des SCA privées représentait 83% de l'encours total de la CNA au 1er janvier 2015.

De bonnes performances des SCA : Les SCA bénéficient d'un volume de trafic important et peu volatil, d'une clientèle diversifiée et d'un environnement réglementaire stable. Leur chiffre d'affaires a progressé de 4,9% en 2013, en dépit de la faible croissance économique et de la stabilité du trafic (0,1% en 2013). Les dépenses d'investissement (1,51 milliard d'euros en 2012) pourraient augmenter à moyen terme, sous l'effet du plan de relance autoroutier de 3,2 milliards d'euros récemment annoncé par l'Etat.

Une gestion assurée par la CDC : La gestion de la CNA est assurée par la Caisse des dépôts et consignations (CDC ; AA/stable/F1+), institution financière dépendant de l'Etat. Les dépenses de fonctionnement de la CNA sont principalement composées de dépenses d'intérêts et de charges de gestion facturées par la CDC et sont intégralement compensées par les SCA emprunteuses.

Facteurs susceptibles de modifier la note

Un changement des notes souveraines : Toute action concernant les notes souveraines pourrait se répercuter de façon similaire sur les notes la CNA. Une évolution défavorable du statut juridique de l'établissement public pourrait entraîner un abaissement des notes.

Rapports associés

[France \(December 2014\)](#)

Analystes

Olivier Jacques
+33 1 44 29 91 89
olivier.jacques@fitchratings.com

Henry Delcamp
+33 1 44 29 91 45
henry.delcamp@fitchratings.com

Historique des notes

Date	Long terme devises	Long terme monnaie locale
2014	AA	AA
2013	AA+	AA+
2005	AAA	AAA

Source: Fitch

Facteurs de soutien des entités du secteur public

Statut juridique

Fitch considère le statut juridique de la CNA comme un élément important de son profil de crédit.

La CNA, créée par le décret 63-585 de 1963 en tant qu'établissement public national à caractère administratif (EPA), est une personne juridique de droit public distincte de l'Etat. La CNA jouit d'une autonomie financière et de gestion, est dirigée par un conseil d'administration, possède son propre patrimoine, vote son propre budget et peut ester en justice. Elle est soumise aux règles de droit public. Le statut d'EPA implique que la CNA ne peut être soumise aux procédures de liquidation de droit commun, ni faire faillite. En cas de dissolution de l'établissement, ses actifs et engagements seraient transférés à l'Etat ou à une autre personne publique.

Importance stratégique

Fitch considère l'importance stratégique de la CNA pour l'Etat comme un élément modérément important de son profil de crédit.

La CNA a été créée pour financer la construction, le développement et l'entretien du réseau autoroutier français par les sociétés concessionnaires d'autoroutes. Le rôle de la CNA était d'obtenir, par le biais de la garantie de l'Etat et d'un effet de volume, des conditions de financement plus avantageuses que celles obtenues individuellement par chaque SCA.

Les SCA publiques furent recapitalisées et restructurées par l'Etat dans les années 1990. Leur réglementation, incluant notamment les normes comptables et les conditions de concession, fut alignée sur celle des SCA privées en 2001 de façon à respecter les règles européennes de libre concurrence. L'Etat a par la suite cédé sa participation dans ces sociétés entre 2001 et 2006.

Suite à cette vague de privatisations seuls deux opérateurs publics (les sociétés tunnelières ATMB et SFTRF) restent éligibles aux financements de la CNA. Ces entités représentaient respectivement 2,2% et 15,2% du portefeuille de prêts de la CNA début 2015.

La CNA est désormais principalement chargée d'assurer l'adossement des remboursements des prêts accordés aux SCA à son propre échéancier d'amortissement de dette, jusqu'à l'extinction de la quasi-totalité de l'encours de dette.

Contrôle par l'Etat

Fitch considère le contrôle exercé par l'Etat sur la CNA comme un élément important de son profil de crédit.

En tant qu'EPA, la CNA est soumise à de strictes règles de contrôle par l'Etat. La CNA doit suivre les règles de comptabilité publique, notamment celle relative à la séparation de l'ordonnateur et du comptable.

L'établissement doit suivre les procédures budgétaires et comptables définies par le ministère des Finances à travers l'instruction budgétaire M91. Le ministère des Finances est seul compétent pour autoriser la CNA à placer ses ressources disponibles auprès d'établissements financiers plutôt qu'auprès du Trésor public.

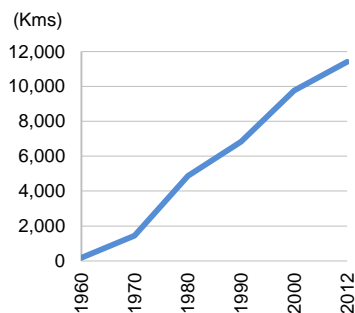
Les décisions d'emprunt de la CNA sont soumises à l'autorisation expresse des deux ministères de tutelle, et l'établissement peut faire l'objet de tout contrôle de la part de la Cour des comptes.

Intégration

Fitch considère l'intégration de la CNA à l'Etat comme un élément modérément important de son profil de crédit.

Illustration 1

Réseau autoroutier français



Source: Ministère de l'Ecologie

Méthodologies

Rating of Public Sector Entities
(February 2015)

Tax-Supported Rating Criteria (August 2012)

L'Etat exerce un contrôle étroit sur la stratégie et les activités de la CNA. L'organisation de l'établissement est définie par les articles R.122-6 à R.122-15 du code de la voirie routière.

Le conseil d'administration est responsable de l'approbation du budget, des comptes financiers, du programme de financement et de prêt. Il est composé des membres suivants :

- Deux représentants du ministère en charge des Transports ;
- Deux représentants du ministère de l'Economie et des Finances ;
- Un représentant du ministère de l'Intérieur ;
- Le directeur du Centre d'analyse stratégique (services du premier ministre) ou l'un de ses représentants ;
- Le directeur général de la CDC ou l'un de ses représentants ;
- Le président d'une SCA ou l'un de ses représentants.

Le président de la CNA, M. Christophe Saintillan, est directeur des infrastructures au ministère de l'Ecologie, du Développement durable, des Transports et du Logement.

Gestion déléguée à la CDC

Depuis sa création, la CNA est gérée au quotidien par la CDC dans le cadre d'une convention de gestion. La CDC est un établissement public d'Etat.

La dette de la CNA n'est pas comptabilisée comme dette publique par les règles de comptabilité européenne, dans la mesure où ses ressources ne sont pas d'origine publique.

Capacité de soutien de l'Etat

Fitch considère que la capacité de soutien de l'Etat est importante et est un élément important du profil de crédit de la CNA.

En raison de son statut, la CNA bénéficie d'une garantie implicite de solvabilité de la part de l'Etat ; en effet, ce dernier est responsable en dernier ressort des engagements financiers des établissements publics au titre de la loi du 16 juillet 1980. La liquidité de la CNA est aussi assurée par l'Etat dans la mesure où tout EPA est éligible à une série de dispositifs de soutien d'urgence.

Ces dispositifs incluent les avances budgétaires de l'Etat (59 millions d'euros budgétés en loi de finances initiale pour 2014, ce montant pouvant être modifié par le Parlement), les prêts d'urgence de la part du Trésor, l'achat de titres de créance négociables de la CNA par le Trésor et la Caisse de la dette publique.

Fitch estime qu'une intervention de l'Etat visant à éviter un défaut de la CNA serait très rapide, notamment en raison du montant élevé de dette émise sur les marchés internationaux. A ce jour, la CNA n'a jamais fait appel aux dispositifs d'urgence de l'Etat.

Les obligations de la CNA permettent aux créanciers de demander le remboursement anticipé du capital et des intérêts cumulés dans les conditions suivantes :

- La CNA est dissoute sans que ses actifs et passifs soient transférés à l'Etat ou à une autre personne publique (ce qui est obligatoire au regard de la loi 80-539 du 16 juillet 1980).
- La loi 80-539 du 16 juillet 1980 cesse de s'appliquer à la CNA sans qu'une réglementation équivalente soit immédiatement adoptée et publiée.

Evaluation des facteurs de soutien

Au regard des facteurs susmentionnés, Fitch classe la CNA parmi les entités dépendantes du secteur public (*Public Sector Entities, PSE*) et lui applique par conséquent sa méthodologie de

notation relative aux PSE. La note de la CNA prend en compte son fort statut juridique, le contrôle dont elle fait l'objet par son autorité de tutelle, l'Etat et la capacité de celui-ci à lui apporter un soutien financier et, dans une moindre mesure, son faible niveau d'intégration et son importance stratégique modérée. Par conséquent, les notes attribuées à la CNA se situent au même niveau que celles de la France et lui sont liées.

Activités

Fonctionnement

La CNA est un véhicule de financement créé et géré par l'Etat. Tous les ans, les SCA publiques éligibles à son financement lui communiquent une estimation de leurs besoins de financement externe.

Sur cette base, la CNA met en place un programme d'emprunt en collaboration avec ses ministères de tutelle et les SCA éligibles de façon à définir un profil d'amortissement compatible avec leurs capacités de remboursement.

La CNA émet par la suite des obligations sur le marché intérieur et à l'international et emprunte auprès d'institutions financières telles que la Banque européenne d'investissement (BEI; 'AAA'/Stable/'F1+'). Une enveloppe pluriannuelle de 120 millions d'euros a pour cela été allouée par la BEI en 2013, de façon à couvrir les besoins de la SFTRF sur une période de trois ans, et 225 millions d'euros ont été levés par la CNA sur les marchés obligataires au cours du premier trimestre 2015.

La CNA redistribue les fonds empruntés aux SCA sous la forme de prêts miroirs. Les taux et maturités de ces prêts sont identiques à ceux des emprunts qui les ont financés. La CNA ne fait supporter aucune marge aux SCA, qui lui remboursent ses frais de gestion. Ses comptes sont donc systématiquement équilibrés.

Les SCA contrôlées par l'Etat remboursent les prêts contractés auprès de la CNA en fonction d'un calendrier d'amortissement reflétant celui de la CNA.

En raison de l'augmentation attendue du taux d'endettement des SCA après leur privatisation, les contrats de prêts conclus avec la CNA ont été revus fin 2005. De nouvelles exigences ont été intégrées aux contrats de plan avec l'Etat de façon à garantir le remboursement des emprunts à la CNA. Les prêts accordés par la CNA deviennent remboursables en totalité si la dette nette des SCA s'avère supérieure à 7 fois leur EBITDA ou si leur EBITDA est inférieur à 2,2 fois leurs frais financiers.

Les contrats impliquent également qu'en vertu du principe de spécialité, la construction et l'exploitation d'infrastructures de transport et de stationnement doivent demeurer les activités principales des SCA et représenter plus de 85 % des actifs consolidés et 80 % du chiffre d'affaires annuel consolidé.

La CNA a renforcé ses exigences de *reporting* financier vis-à-vis des SCA, ainsi que ses outils de contrôle et de surveillance. Les SCA peuvent désormais rembourser leur dette de façon anticipée mais doivent s'acquitter de pénalités actuarielles assurant la neutralité de ce remboursement pour la CNA. Ces remboursements anticipés sont toutefois peu probables en raison des conditions de financement favorables dont bénéficient les prêts contractés auprès de la CNA.

Performances budgétaires et financières

Recettes de fonctionnement

La CNA ne reçoit aucun financement de la part de l'Etat. Ses ressources, qui s'élevaient à 483,8 millions d'euros en 2013, sont essentiellement composées des intérêts sur les emprunts contractés par les SCA (457,7 millions d'euros, contre 570,2 millions d'euros en 2012) et des intérêts bancaires (26,1 Mio en 2013), qui correspondent à la rémunération des fonds

Illustration 2

Réseau autoroutier et principales SCA

SAPN Cofiroute ASF
SANEF APRR ATMB
ASF AREA SFTRF



Source: CNA, Fitch

transférés par les SCA quinze jours avant les échéances. Les SCA remboursent également à la CNA ses frais opérationnels de cette dernière (2,1 millions d'euros en 2013).

Dépenses de gestion

Les dépenses de la CNA consistent essentiellement en charges d'intérêts des emprunts et avances destinés à financer les SCA (457,7 millions d'euros en 2013) et en reversement, à ces dernières, des produits financiers engrangés par la CNA (26,1 millions d'euros en 2013). Les frais de gestion (2,2 millions d'euros en 2013) sont intégralement couverts par les SCA.

Performance financière

En tant que véhicule de financement à but non lucratif, le résultat net de chaque exercice est nul. La CNA reverse les fonds collectés aux SCA éligibles sous forme de prêts. Les SCA remboursent à la CNA l'ensemble de ses charges d'exploitation, financières et exceptionnelles.

Performance des SCA

Les SCA bénéficient d'un volume de trafic important et peu volatil, notamment dans les périodes de repli économique. La clientèle est diversifiée, 69% des recettes provenant des automobilistes et 31% des véhicules lourds en 2013. Les sociétés autoroutières bénéficient en outre d'une réglementation stable.

En septembre 2014, l'Autorité de la concurrence a publié un rapport dans lequel elle pointait le niveau de profit des SCA et suggéré au gouvernement de renégocier les contrats de concession. Après plusieurs mois de discussion, le gouvernement et les SCA sont parvenus à un accord par lequel les SCA s'engagent à ne pas augmenter leurs tarifs, quand une hausse de 1,1% était initialement prévue. Cette dernière devrait finalement être lissée sur huit ans, jusqu'en 2023.

Par ailleurs, un plan de relance de 3,2 milliards d'euros pour le secteur autoroutier a été annoncé officiellement en avril 2015. Le plan devrait être principalement financé par les SCA. En contrepartie, les SCA devraient bénéficier d'un allongement de deux ans en moyenne de la durée de leur concession.

En dépit d'une croissance économique faible et d'un léger recul du trafic (-0,7%), leur chiffre d'affaires a progressé de 4,3% en 2012, un rythme supérieur à celui de la croissance annuelle moyenne constatée entre 2008 et 2012 (+3,8%). Les dépenses d'investissement de l'ensemble des SCA (1,77 milliard d'euros en 2012) sont principalement consacrées à l'entretien du réseau, le réseau autoroutier français étant désormais pratiquement achevé.

En dépit de la faible croissance économique et de la stabilité du trafic (0,1% en 2013), leur chiffre d'affaires a progressé de 4,9% en 2013, rythme supérieur à la moyenne annuelle 2009-2012 (4,2%). La dette totale des SCA s'est accrue modérément, de 1,3%, à 31 milliards d'euros. Les dépenses d'investissement (1,5 milliard d'euros en 2013) sont principalement consacrées à l'entretien du réseau, dont le maillage est presque complet. Elles pourraient augmenter à moyen terme, sous l'effet du plan de relance autoroutier.

Fitch estime que la stabilité de leur secteur économique et leur bonne rentabilité limitent le risque de pressions financières imprévues sur le moyen terme.

Illustration 3

Sociétés concessionnaires d'autoroutes – données clés

(EURm)	ASF-ESCOTA		APRR-AREA		SANEF-SAPN	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Chiffre d'affaires	3 191,6	3 308,0	2 226,5	2 398,5	1 619,1	1 646,0
Résultat net	787,5	744,0	392,0	442,4	286,9	304,4
Actif total	13 953,6	13 641,0	8 238,2	8 074,9	4 960,6	5 110,3
Dividendes	131,7	275,0	320,5	212,5	n.a.	n.a.
Croissance du trafic (%)	n.a.		n.a.		n.a.	
Dette nette	11 128,1	10 931,0	6 891,0	6 797,0	3 714,5	3 463,7
EBITDA	2 211,7	2 333,0	1 428,0	1 475,0	998,4	1 024,4
Dette nette/EBITDA	5,03	4,59	4,83	4,61	3,72	3,38
Frais financiers	447,2	428,0	385,0	326,0	202,6	183,4
EBITDA/frais financiers	4,95	5,45	3,71	4,52	4,93	5,59

Source: Fitch à partir des données CNA

Dettes et liquidité

Baisse du stock de dette

La plupart des SCA n'étant plus éligibles aux financements de la CNA, l'encours de dette de cette dernière est destiné à diminuer considérablement. Il a ainsi baissé de 11,8% en 2013, à 9,1 milliards d'euros contre 10,3 milliards d'euros en 2012, avant de se replier à 7,5 milliards d'euros à fin 2014. Les trois principales SCA et leurs filiales représentaient à elles seules 75% de l'encours de dette à fin 2014. L'essentiel de l'encours de dette de la CNA est à taux fixe et devrait s'éteindre en 2018.

Les SCA peuvent procéder à des remboursements anticipés auprès de la CNA. Ceci ne devrait pas entraîner de déséquilibres dans la mesure où les conventions avec les SCA n'autorisent ces remboursements anticipés qu'à la condition de la neutralité de l'opération pour la CNA. Dans l'éventualité d'un remboursement anticipé, la CNA placerait les fonds sur un compte rémunéré dans l'attente de ses propres échéances de remboursement.

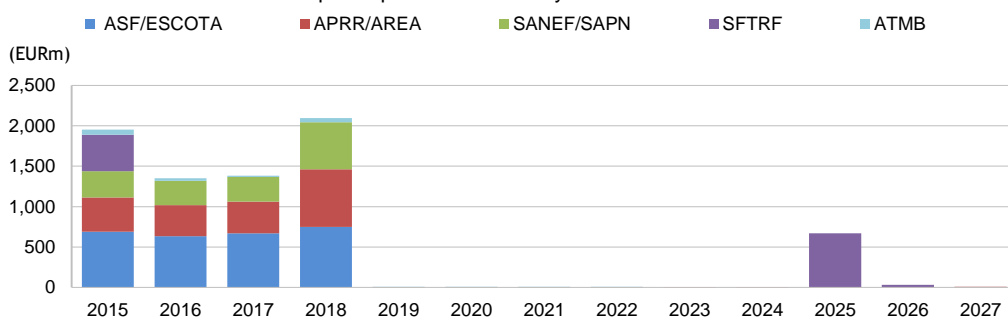
Liquidité assurée en dernier ressort par l'Etat

Les conventions liant la CNA aux SCA prévoient pour ces dernières, à chaque échéance de remboursement, l'obligation de déposer les fonds auprès de la CNA quinze jours avant les dates contractuelles de paiement des intérêts ou du remboursement du principal par cette dernière. Les SCA ont toujours respecté ce délai de sécurité.

Illustration 4

Profil d'amortissement de la dette de la CNA

Remboursements annuels du capital à partir du 01 January 2015



Source : Fitch, CNA

Fitch estime qu'en cas de besoin, l'établissement public pourrait bénéficier des mécanismes de secours de l'Agence France Trésor, au travers par exemple du rachat par la Caisse de la dette publique de titres obligataires. A ce jour, la CNA n'a pas eu à mobiliser de tels dispositifs.

Annexe A

Illustration 5

Compte de résultat – Caisse Nationale des Autoroutes

(EURm)	2009	2010	2011	2012	2013
Intérêts et produits assimilés	864,3	752,8	659,2	581,1	483,8
Intérêts et charges assimilées	-864,3	-752,8	-659,2	-581,1	-483,8
Produit net bancaire (PNB)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres produits d'exploitation	2,6	2,1	2,3	2,2	2,1
Dépenses de personnel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres charges d'exploitation	-2,6	-2,1	-2,3	-2,2	-2,1
Gains/pertes sur actifs immobilisés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat brut d'exploitation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Coût du risque	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat d'exploitation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autre dépenses/produits	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat avant impôt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôt sur les bénéfices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net de l'exercice	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Source: CNA, retraitements Fitch

Annexe B

Illustration 6

Bilan – Caisse Nationale des Autoroutes

(EURm)	2009	2010	2011	2012	2013
Actif					
Trésorerie et équivalents de trésorerie	9,6	8,6	4,2	3,6	3,6
Prêts	14 985,6	13 312,2	11 544,2	10 311,7	9 090,9
Autres actifs productifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations incorporelles	81,8	92,2	107,7	119,8	123,4
Autre actif de long terme	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total actif	15 077,0	13 413,0	11 656,1	10 435,1	9 217,9
Passif					
Opérations avec la clientèle					
Dette envers les établissements de crédits					
Emprunt à court terme					
Autres passifs de court terme	9,6	8,6	4,2	3,6	3,6
Emprunt à long terme	14 985,6	13 312,2	11 544,2	10 311,7	9 090,9
Autres passifs de long terme	81,8	92,2	107,7	119,8	123,4
Capitaux propres					
Total passif	15 077,0	13 413,0	11 656,1	10 435,1	9 217,9

Source: CNA, retraitements Fitch

Annexe C

Illustration 7

Ratios – Caisse Nationale des Autoroutes

(%)	2009	2010	2011	2012	2013
Performance					
Intérêts et produits assimilés/prêts	5,77	5,65	5,71	5,64	5,32
Intérêts et charges assimilées/emprunt et dépôts	5,77	5,65	5,71	5,64	5,32
PNB/actifs productifs	-	-	-	-	-
Résultat brut d'exploitation/produit net bancaire et produits d'exploitation	-	-	-	-	-
Résultat brut d'exploitation/capitaux propres et réserves	-	-	-	-	-
Résultat brut d'exploitation/total actif	-	-	-	-	-
Activité de crédit					
Taux de croissance de l'actif	-9,02	-11,04	-13,10	-10,48	-11,66
Taux de croissance des prêts	-9,07	-11,17	-13,28	-10,68	-11,84
Encours douteux/total des prêts	-	-	-	-	-
Coût du risque/encours douteux	-	-	-	-	-
Coût du risque/prêts	-	-	-	-	-
Liquidité et financement					
Dette à long terme/capitaux propres et réserves	-	-	-	-	-
Actifs liquides/total de l'actif	0,06	0,06	0,04	0,03	0,04
Total des dépôts et dette/actif total	99,39	99,25	99,04	98,82	98,62
Actifs liquides/dépôts et emprunts à court terme	-	-	-	-	-
Solvabilité					
Capitaux propres et réserves/total des actifs	-	-	-	-	-
Résultat net/capitaux propres et réserves	-	-	-	-	-
Prêts/capitaux propres et réserves	-	-	-	-	-

Source: CNA, retraitements Fitch

The ratings above were solicited by, or on behalf of, the issuer, and therefore, Fitch has been compensated for the provision of the ratings.

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT WWW.FITCHRATINGS.COM. 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. FITCH MAY HAVE PROVIDED ANOTHER PERMISSIBLE SERVICE TO THE RATED ENTITY OR ITS RELATED THIRD PARTIES. DETAILS OF THIS SERVICE FOR RATINGS FOR WHICH THE LEAD ANALYST IS BASED IN AN EU-REGISTERED ENTITY CAN BE FOUND ON THE ENTITY SUMMARY PAGE FOR THIS ISSUER ON THE FITCH WEBSITE.

Copyright © 2015 by Fitch, 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. In issuing and maintaining its ratings, 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 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 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 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 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 can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion is based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating. 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 anytime 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 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.