

SEMAPA

Rapport de notation

Notes de défaut émetteur (IDR)

Devises	
IDR à long terme	AA-
IDR à court terme	F1+

Monnaie locale	
IDR à long terme	AA-

Perspectives

IDR à long terme en devises	Stable
IDR à long terme en monnaie Locale	Stable

Données financières

SEMAPA

	31 déc. 18	31 déc. 17
Recettes d'exploitation (millions d'euros)	73,4	169,3
Recettes publiques (millions d'euros)	0	0
Résultat d'exploitation après recettes publiques (millions d'euros)	2,5	2,0
Total dette (millions d'euros)	441,6	441,1
Total des actifs (millions d'euros)	646,1	696,0
Capitaux propres et réserves (millions d'euros)	8,4	8,4
EBITDA/Recettes d'exploitation (y compris recettes publiques) (%)	-1,2	4,1
Rentabilité des actifs (%)	0	0,1
Rentabilité des capitaux investis (%)	2,4	6
Dette totale/EBITDA (%)	-315,4	64,9

Source: Fitch Ratings, Emetteur

Fondamentaux des notes

Affirmation des notes : Les notes reflètent le contrôle étroit effectué par son mandant la ville de Paris (AA/Stable/F1+), la part élevée de dette garantie qui atteint 53% de l'ensemble de la dette long et court terme à fin 2018, ainsi que l'engagement de la ville de Paris à assurer l'équilibre financier des opérations sous concession. Elles prennent également en compte les risques de refinancement et de retournement du marché immobilier. En ligne avec le critère de notation des entités liées à un sponsor public, SEMAPA est notée un cran en-dessous des notes de la ville de Paris.

Un statut protecteur : En tant que SPLA (société publique locale d'aménagement), la SEMAPA est une entreprise de droit privé dont le capital ne peut être détenu que par des collectivités locales. La ville de Paris détient 92% du capital de la SEMAPA, les 8% restant appartenant à la région Ile-de-France (AA/Stable/F1+). Elle fait l'objet d'un contrôle étroit de la part de la ville de Paris, analogue à celui qu'exerce la ville sur ses propres services.

Un fort contrôle : SEMAPA ne peut intervenir que sur demande de ses actionnaires. La totalité de son activité est encadrée par six traités de concession (termes allant de 2020 à 2032) avec la ville de Paris, précisant qu'à la fin de chaque concession les actifs et passifs restants seront transférés automatiquement à la ville, ou par des conventions de mandat.

Une dette largement garantie : Le soutien est notamment illustré par la possibilité de la ville de Paris de garantir jusqu'à 80% de la dette long-terme de la SPL. A fin 2018, 64% de la dette long terme de la SEMAPA bénéficiait de la garantie à première demande de la ville de Paris. En prenant en compte la dette court-terme, cette part tombe à 53%. Fitch s'attend à ce que cette part demeure globalement stable sur le moyen terme.

Un intérêt socio-politique modéré : Fitch considère l'importance socio-politique de la SEMAPA comme modérée pour la ville dans la mesure où il y a de réels besoins de foncier utilisable du fait du dynamisme démographique de la région qui porte la demande de logements et de bureaux. Toutefois, en cas de tensions financières importantes, la ville de Paris risque de se recentrer sur ses compétences principales telles que l'approvisionnement en eau ou le logement social.

Des conséquences financières d'un défaut élevées : Fitch considère que les conséquences financières d'un défaut par la SEMAPA sur la ville de Paris seraient importantes, notamment du fait de l'existence d'une clause de défaut croisé au sein du programme EMTN qui pourrait conduire à déclencher la garantie de la ville, même si le défaut provenait d'une obligation non garantie.

Risque de refinancement : Le montant limité des capitaux propres par rapport à la taille des opérations gérées contraint la SEMAPA à faire appel à des financements externes. Son encours de dette atteignait 1,1 fois la valeur de ses stocks et créances clients à fin 2018, un chiffre stable par rapport à 2017.

Rapports associés

[Ville de Paris \(septembre 2019\)](#)

Analystes

Nicolas Miloïkovitch, CFA
+33 1 44 29 91 89
nicolas.miloikovitch@fitchratings.com

Christophe Parisot
+33 1 44 29 91 34
christophe.parisot@fitchratings.com

Sensibilité des notes

Toute action sur les notes de la ville de Paris conduirait à une action similaire sur celles de la SEMAPA. A l'inverse, tout affaiblissement du contrôle ou du soutien financier de la ville de Paris pourrait conduire à une action négative sur les notes de la société.

Historique des notes

Date	Note Long Terme	Note Court Terme
18 déc. 14	AA-	F1+
21 juil. 14	AA	F1+

La dégradation de 2014 reflète la dégradation par Fitch des notes de la France.

Profil

La Société d'Etude, de Maîtrise d'Ouvrage et d'Aménagement Parisienne (SEMAPA) est une société publique locale d'aménagement (SPLA) détenue exclusivement par des actionnaires publics dont, majoritairement, la ville de Paris à hauteur de 92 %.

A ce jour, l'essentiel de son activité concerne la zone d'aménagement concerté (ZAC) Paris Rive Gauche (PRG) confiée par la ville de Paris, qui est la plus importante opération d'aménagement menée sur le territoire parisien.

Facteurs de soutien

Principaux critères de notation

	Statut, mode de propriété, contrôle	Historique et perspectives de soutien	Conséquences sociopolitiques d'un défaut	Conséquences financières d'un défaut
Facteurs de notation	Très Élevé	Très Élevé	Modéré	Elevé

Source : Fitch Ratings

Étroitesse du lien

Statut, Mode de propriété et Contrôle (Très Élevé)

Statut juridique

En tant que SPLA, la SEMAPA est une société anonyme ne pouvant associer dans son capital que des actionnaires publics ayant le statut de collectivité locale ou de groupement de collectivités. A fin 2018, la ville de Paris détenait 92 % du capital de la SEMAPA, le solde étant détenu par la région Ile-de-France (8 % ; AA/Stable/F1+).

Les SPLA sont régies par la loi du 13 juillet 2006 qui les soumet au Code de l'urbanisme et qui les définit aussi comme une forme d'entreprise publique. Les contrats conclus entre une SPLA et ses actionnaires répondent aux conditions exigées par le droit communautaire afin qu'ils rentrent dans le champ d'application des contrats dits « in house » (sans mise en concurrence), dès lors qu'il s'agit de la réalisation d'opérations d'aménagement. Le code général des collectivités territoriales limite à 80% la garantie que peuvent apporter les collectivités aux opérations d'aménagement.

Compte tenu de la durée et de la taille très importantes des opérations confiées ou pouvant être confiées à la SEMAPA, la durée de vie de la société a été portée à 70 ans (contre 60 ans précédemment), repoussant son échéance à 2040. Son champ d'action a également été élargi à l'ensemble du territoire parisien.

Le statut juridique de la SEMAPA lié à sa qualité de SPLA joue un rôle majeur dans l'approche adoptée par Fitch. En effet, en cas de dissolution, l'article 36 des statuts de la SEMAPA stipule que le partage de l'actif net subsistant après remboursement du nominal des actions est effectué entre les actionnaires au prorata de leur participation au capital social.

Contrôle

La SEMAPA est dirigée par un conseil d'administration (CA) entièrement composé d'élus, à l'exclusion de sa directrice générale, Madame Morey. Le CA, présidé par Monsieur Coumet (maire du 13ème arrondissement), décide de la stratégie de la SEMAPA et contrôle l'exécution des missions qui lui sont confiées.

En tant que SPLA, la SEMAPA est soumise à un contrôle analogue à celui que la ville de Paris exerce sur ses propres services. En conséquence, étant considérée comme un opérateur interne de la ville de Paris, la SEMAPA n'a pas besoin d'être mise en concurrence pour effectuer ses missions. Fitch estime que cela élimine notamment le risque de recours inhérent aux appels d'offres.

Critères associés

[Critère de notation des entités liées à un sponsor public \(janvier 2019\)](#)

[Critères de notation des collectivités territoriales internationales \(avril 2019\)](#)

La SEMAPA est également soumise au contrôle de la chambre régionale des Comptes.

En matière d'activité, comme prévu par le Code de l'urbanisme, les concessions d'aménagement font l'objet d'un compte rendu annuel à la collectivité locale (CRACL) relatif à chaque concession, rédigé par la SEMAPA, transmis au CA et adopté par le Conseil de Paris II se compose d'un rapport sur l'exécution du programme en fin d'année, d'un état prévisionnel des produits et des charges et d'un plan global de trésorerie.

Ce document est complété par un suivi infra-annuel effectué par un comité de pilotage présidé par la ville de Paris et se tenant avant chaque CA. En outre, la SEMAPA rend compte à la ville de l'avancement global de ses opérations, diffuse des tableaux de bord trimestriels et rédige une note trimestrielle sur la situation et les perspectives de trésorerie des opérations.

La SEMAPA peut également faire l'objet d'un audit par les services d'inspection générale de la ville ; le dernier date de juillet 2010 et n'a pas relevé de risque majeur.

Historique et perspectives de soutien (Très Élevé)

En matière d'aménagement, conformément à la loi, la ville garantit à 80 % les emprunts contractés par la SPLA sous réserve que les annuités de remboursement n'excèdent pas 5 % des recettes de fonctionnement de la ville. Cependant, l'obtention de cette garantie peut nécessiter un certain délai d'instruction (temps requis pour le passage en délibération au Conseil de Paris).

Fitch estime que le suivi de la SEMAPA permet à la ville de Paris d'anticiper les éventuels problèmes de trésorerie.

Au titre de l'opération PRG notamment, et comme le stipule la concession d'aménagement, en cas d'incapacité de la SEMAPA à rembourser les prêts bénéficiant de la garantie de la ville, cette dernière doit inscrire à son budget les crédits nécessaires pour remplir ses obligations vis-à-vis des organismes prêteurs. Ces crédits prennent la forme d'avances de trésorerie qui devront être remboursées, à terme, par la SEMAPA. Compte tenu du poids relatif des emprunts de la SEMAPA garantis par la ville, Fitch estime que la société bénéficie d'un fort soutien de la part de cette dernière.

En tant qu'aménageur la SEMAPA est soumise au risque que la valeur de marché des emprises à commercialiser baisse, ce qui pourrait la conduire à ne pouvoir rembourser ses dettes. Fitch considère que ce risque est limité par le fait que la ville est engagée par les traités de concession à assurer l'équilibre économique de chacune des concessions. En cas de crise immobilière, la ville devrait donc revoir à la hausse sa participation aux opérations ou réduire le programme d'investissement de la SEMAPA.

Incitation à apporter un soutien

Conséquences sociopolitiques d'un défaut (Modéré)

Fitch considère l'importance socio-politique de la SEMAPA comme modérée pour la ville dans la mesure où il y a de réels besoins de foncier utilisable du fait du dynamisme démographique de la région qui porte la demande de logements et de bureaux. Même si la ville de Paris dispose d'autres entités dédiées à l'aménagement urbain, SEMAPA se distingue de par sa capacité à assumer financièrement et techniquement de grandes opérations, ce qui confère à la ville une certaine flexibilité. Cette importance stratégique a été confirmée en 2018 avec le développement de la nouvelle SAC Bercy Charenton confiée à la SEMAPA par la ville.

Parmi son large éventail de compétences, Paris est également en charge de la politique de l'urbanisme avec 311 millions d'euros inscrits au budget primitif 2019, dont 41 millions dédiés aux zones d'aménagement concerté. Fitch estime que, dans une hypothèse de tension budgétaire, cette compétence ne ferait pas partie des priorités de la capitale.

Conséquences financières d'un défaut (Elevé)

Un émetteur régulier

SEMAPA est un émetteur régulier via son programme EMTN de 340 millions d'euros et de son programme NeuCP de 250 millions d'euros. Son calendrier d'émission est fixé en fonction de celui de la ville de Paris. La dette totale de la SEMAPA représente environ 7% de celle de la ville de Paris à fin 2018 : en-dehors du logement social, SEMAPA est un des satellites de la ville de Paris les plus endettés.

Conséquences financières sur la ville de Paris

Fitch considère que les conséquences financières d'un défaut par la SEMAPA sur la ville de Paris seraient importantes, notamment du fait de l'existence d'une clause de défaut croisé au sein du programme EMTN qui pourrait conduire à déclencher la garantie de la ville, même si le défaut provenait d'une obligation non garantie.

Évaluation des facteurs de soutien

L'évaluation des quatre facteurs de notation suivant issus du critère de notation des entités liées à un sponsor public se traduit par un score total de 35 points, sur un total possible de 60, et une approche de notation descendante par rapport au sponsor avec un écart d'une note.

Performance budgétaire et prospective

Activités

En tant qu'aménageur, la SEMAPA conçoit et planifie les projets d'aménagement urbain de la ville de Paris ; elle réalise une partie des ouvrages, notamment les espaces et équipements publics, et en coordonne la réalisation. La SEMAPA gère donc l'acquisition des terrains auprès de leurs propriétaires et achète les terrains, dans le cadre de conventions-cadres. Fitch estime que ceci permet à la SEMAPA de limiter les risques de portage immobilier, notamment pour l'opération PRG.

A fin 2018, cette activité d'aménageur ne s'inscrivait que dans le cadre d'opérations d'aménagement et d'équipements publics visant l'intérêt général. L'objectif économique d'une ZAC est que la vente des terrains et les opérations immobilières qui s'ensuivent permettent de financer l'aménagement de cette zone ou de limiter le coût résiduel pour la collectivité locale. Par ailleurs, pour l'opération PRG, un accord de partenariat oblige les propriétaires à céder leur foncier à la SEMAPA. Fitch estime que, durant la durée de réalisation de la ZAC, ceci réduit, d'une part, le risque de mise en concurrence de la SEMAPA pour l'acquisition du foncier, d'autre part, le risque de spéculation foncière.

Lancée en 1991, la concession d'aménagement PRG représentait toujours, en 2018, l'essentiel de l'activité de la SEMAPA avec 67 millions d'euros de produits d'exploitation sur un total de 73 millions d'euros. En 2015, un avenant a été signé afin de reporter au 30 juin 2028 la date initiale de fin de validité de la convention qui était fixée au 12 janvier 2024 ; toutefois, il ne s'agit que d'une date prévisionnelle qui peut être repoussée en cas d'inachèvement de l'opération. Fitch estime que ceci ne remet pas en cause l'équilibre économique de l'opération, les flux et la rémunération ayant été adaptés en conséquence. Son degré d'avancement, mesuré sur l'ensemble des produits prévus, était de 68% à fin 2018 (contre 67% à fin 2017), conformément au phasage global.

Situé dans le 13^e arrondissement de Paris, le projet PRG représente une superficie de 130 hectares et concerne la réalisation de 585 000 m² de logements, 745 000 m² de bureaux, 405 000 m² d'activités et commerces et de grands équipements (BNF, Université) et 55 000 m² d'équipements de quartier. A titre de comparaison, Paris recouvre une zone de 100 km² pour une population de 2,3 millions d'habitants.

Les principaux partenaires de cette opération sont la ville de Paris, SNCF Mobilités (A+/Stable/F1+) et SNCF Réseau (AA/Stable/F1+) avec lesquelles une convention a été signée et qui représentaient, fin 2018, 83 % des acquisitions totales à réaliser.

L'opération PRG ne comporte pas de subvention d'équilibre de la part de la ville de Paris ; celle-ci s'est engagée à acquérir à titre onéreux une part des volumes et terrains d'assiette des équipements publics et à verser les participations prévues par la loi pour les équipements publics, pour des montants respectifs de 503 et 299 millions d'euros sur la durée de concession.

La SEMAPA aménage également, dans le cadre de contrats passés avec la ville de Paris cinq autres opérations de dimensions plus modestes telles que la ZAC Joseph Bédier–Porte d'Ivry, l'opération Cité Doré – 90 boulevard Vincent Auriol, la ZAC Paul Bourget, la ZAC de la Porte de Vincennes ainsi que la ZAC Bercy Charenton. Cette dernière, récemment attribué à la SEMAPA est la plus importante des six opérations avec 961 millions de dépenses prévues, mais ne représente que 22% des montants engagés pour la ZAC PRG.

La SPLA assure également la maîtrise d'ouvrage d'équipements publics essentiellement sur le périmètre de PRG et parfois dans le cadre de mandats.

Fitch estime que le risque économique pris par la SEMAPA est très limité car la quasi-totalité des opérations (y compris PRG) sont réalisées aux risques du concédant (la ville de Paris). En conséquence, à l'échéance des conventions publiques d'aménagement, la ville est subrogée de plein droit dans les droits et obligations de la SEMAPA, notamment en ce qui concerne les engagements pris par cette dernière. Par ailleurs, les produits et charges sur opérations d'aménagement n'affectent pas le résultat de la SEMAPA. Ainsi, en cas de modification du programme, la participation financière du concédant serait modifiée par avenant afin de maintenir l'équilibre du projet. L'article 24 de la convention PRG mentionne que le montant de la participation nécessaire pour équilibrer les comptes est déterminé lors du bilan de clôture de l'opération.

La SEMAPA porte seulement un risque économique sur la ZAC Joseph Bédier-Porte d'Ivry, que Fitch estime très limité ; en effet, cette opération affiche un résultat prévisionnel à terminaison (en 2018) excédentaire de 15 millions d'euros après une participation de la ville à l'équilibre de l'opération de 3,1 millions d'euros. Par ailleurs, cette opération ne représente qu'un budget de 86 millions d'euros contre 4,4 milliards pour PRG.

Des performances budgétaires à l'équilibre

A fin 2018, le chiffre d'affaires de la SEMAPA a diminué de 57% et atteignait 73 millions d'euros, contre 169 millions d'euros à fin 2017. Cette variation du chiffre d'affaires s'explique par la concentration des ventes de programmes immobiliers pour des montants importants, ce qui implique une certaine irrégularité dans le rythme de réalisation des ventes.

Les dépenses d'exploitation sont également en baisse de 32% sur l'exercice du fait de la baisse de la production stockée (la valeur des travaux et autres charges est inférieure au coût de revient des actifs cédés). Les charges sur concessions d'aménagement sont en baisse à 106 millions d'euros en 2018 contre 138 millions d'euros en 2017.

A fin 2018, l'ensemble des opérations était à l'équilibre et, par son activité propre, la SEMAPA enregistrait un résultat légèrement positif.

Dettes et liquidité

Du fait de son activité d'aménageur et des montants engagés dans l'opération PRG, la SEMAPA affiche des besoins de financement élevés.

En effet, l'activité d'aménageur conduit à financer les équipements et travaux (voirie, réseaux...) avant d'encaisser, quelques années plus tard, le produit des droits à construire (lots vendus) ou des participations prévues par convention. Le financement provisoire de l'opération est assuré, par des emprunts bancaires ou obligataires bénéficiant de la garantie de la ville de Paris (à hauteur de 80 %).

Conformément aux règles prudentielles, le fonds de roulement (451 millions d'euros à fin 2018) de la SEMAPA couvrait le stock de terrains aménagés (217 millions d'euros) et la majeure partie des autres actifs circulants (205 millions d'euros). Toutefois, le montant limité des capitaux propres (8,4 millions d'euros) par rapport à la taille des opérations gérées contraint la SEMAPA à faire appel à des financements externes.

Dettes – Un besoin de refinancement à moyen terme

A fin 2018, l'endettement de la SEMAPA était stable à 442 millions d'euros. Il était composé pour 120 millions d'euros d'emprunts bancaires, le solde étant constitué de 160 millions d'euros d'obligations émises au sein du programme *Euro Medium Term Notes* (EMTN), 80 millions d'euros d'obligations *Namenschuldverschreibung* (NSV) et 80 millions d'euros de titres court terme émis au sein du programme NeuCP.

Fitch considère que la SEMAPA est sujette à un risque de refinancement au regard de la courte durée de maturité de sa dette et du modèle économique lié à son activité. La mutualisation de la gestion de la trésorerie des autres opérations permet de minorer partiellement le besoin de financement total des opérations.

Fitch estime que la diversification des instruments de financement mis en place par la SEMAPA devrait lui permettre de faire face aux nouvelles opérations qui pourraient être confiées à la société. Compte tenu de son lien avec son *sponsor*, la SEMAPA devrait bénéficier de la notoriété de ce dernier sur les marchés financiers, d'autant qu'elle souhaite planifier ses émissions en fonction de celles effectuées par la ville de Paris.

Liquidité

Contrairement aux collectivités locales, la SEMAPA a la faculté de placer ses excédents de trésorerie où elle le souhaite. A fin 2018, la trésorerie globale (221 millions d'euros) restait positive. Ce montant résulte principalement de la partie temporairement non utilisée des emprunts contractés antérieurement et mobilisés. La gestion des disponibilités sous concession est mutualisée et centralisée (*cash pooling*) et le suivi comptable est individualisé par opération.

Les disponibilités sont essentiellement constituées de valeurs mobilières de placement sous forme de comptes bancaires rémunérés et, dans une moindre proportion, de comptes à terme privilégiant la disponibilité à court terme. Fitch estime que ceci permet de limiter les risques liés aux variations de valeur.

Annexe A

SEMAPA

(Millions d'euros)	2014	2015	2016	2017	2018
Compte de résultat					
Recettes d'exploitation	264.4	212.7	182.9	169.3	73.4
Charges de personnel	-6.9	-6.7	-6.9	-6.7	-6.8
Amortissement et dépréciation	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.2
Autres recettes et dépenses d'exploitation	-254.0	-203.5	-173.1	-160.3	-64.0
Résultat d'exploitation avant recettes publiques	3.2	2.2	2.5	2.0	2.4
Recettes publiques	-	-	-	-	-
Résultat d'exploitation après recettes publiques	3.2	2.2	2.5	2.0	2.4
Produits financiers	1.1	1.1	0.2	0.1	0.1
Charges financières	-3.8	-3.0	-2.5	-1.6	-2.4
Résultat courant	0.5	0.3	0.2	0.5	0.1
Produits exceptionnels sur actif immobilisé	-	-	-	-	-
Autres produits et dépenses non courantes	0.0	2.5	-0.5	0.0	0.0
Résultat courant avant impôt	0.5	2.8	-0.3	0.5	0.1
Impôts	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Résultat après impôts	0.5	2.8	-0.3	0.5	0.1
Intérêts minoritaires	-	-	-	-	-
Résultat net	0.5	2.8	-0.3	0.5	0.1
Bilan					
Actif					
Immobilisations corporelles	3.5	2.9	2.8	2.5	2.3
Immobilisations incorporelles	0.0	-	-	0.0	0.0
Autres actifs à long terme	-	-	-	-	-
Investissements à long terme	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
Stock	253.9	239.8	197.0	183.0	216.7
Créances commerciales	187.4	174.4	158.6	230.6	195.2
Autres actifs courants	200.6	86.8	82.2	83.7	10.1
Trésorerie et équivalents de trésorerie	78.0	182.1	241.7	195.7	221.2
Total actif	723.9	686.5	682.8	696.0	646.1
Passif					
Passif à long terme	9.2	12.3	12.1	3.2	1.0
Charges de retraite	-	-	-	-	-
Dettes à long terme	280.5	220.0	300.0	220.0	310.0
Dettes commerciales	61.2	66.6	82.7	97.0	122.0
Autre dette à court terme	263.1	169.0	173.7	146.3	73.2
Dettes financières à court terme	104.7	210.7	106.4	221.1	131.5
Capitaux propres	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Réserves	4.7	7.4	7.4	7.9	7.9
Intérêts minoritaires	-	-	-	-	-
Total passif	723.9	686.5	682.8	696.0	646.1
Dettes					
Dettes à court terme	104.7	30.0	105.0	221.1	131.6
Dettes à long terme	280.5	400.7	300.0	220.0	310.0
Total dettes	385.2	430.7	405.0	441.1	441.6
Autre dette reclassée par Fitch	0.0	-	-	-	-
Total risque	385.2	430.7	405.0	441.1	441.6
Trésorerie	78.0	182.1	241.7	195.7	221.2
Risque net	307.2	248.6	163.3	245.4	220.4
Engagements hors bilan	0.0	-	-	-	-
Risque net total	307.2	248.6	163.3	245.4	220.4
% de la dette en devises étrangères	-	-	-	-	-
% de la dette obligataire	0.0	23.2	63.0	77.3	72.8
% de la dette à taux fixe	-	-	-	-	-

Source: Fitch Ratings, Emetteur

Annexe B

SEMAPA

	2014	2015	2016	2017	2018
Tableau des flux de trésorerie (Millions d'euros)					
EBITDA (calcul de Fitch)	2.4	8.8	3.4	6.8	-1.5
Flux de trésorerie d'exploitation	28.2	58.7	84	-80.3	25.0
Dépenses d'investissement nettes	-0.3	0.3	-0.1	-0.1	-0.1
Flux de trésorerie avant opérations de financement	27.9	59.0	83.9	-80.4	24.9
Nouveaux emprunts	100.0	150.1	156.2	85.0	140.5
Autres financements	-	-	-	-	-
Remboursement de la dette	-72.8	-104.5	-180.5	-50.3	-140.0
Flux de trésorerie après financement	55.1	104.6	59.6	-45.7	25.4
Ratios					
Ratios de rentabilité (%)					
Charges de personnel/Recettes d'exploitation (y compris recettes publiques)	2.8	3.2	4.6	4.1	5.9
Recettes publiques/Recettes d'exploitation (y compris recettes publiques)	-	-	-	-	-
EBITDA/Recettes d'exploitation (y compris recettes publiques)	1	4.3	2.3	4.1	-1.3
Ratios bilantiels (%)					
Actif courant/Total actif	99.4	99.5	99.5	99.6	99.6
Actif courant/Total passif (hors capitaux propres)	186.9	158.6	167.8	157.1	145.7
Rentabilité des capitaux investis	9.6	35.4	-3.8	6	1.2
Rentabilité des actifs	0.1	0.4	0	0.1	0
Ratios d'endettement					
Dette nette/EBITDA (x)	128.0	28.3	48.0	36.1	-146.9
Dette à long terme/Recettes d'exploitation (y compris recettes publiques) (%)	112.2	193.8	200.4	133.5	267.5
Dette totale/EBITDA (x)	160.5	48.9	119.1	64.9	-294.4
Dette/Capitaux propres (%)	7407.7	5451.9	5126.6	5251.2	5257.1
EBITDA/Charges financières brutes (x)	-	-	-	-	-
Service de la dette/Résultat d'exploitation avant recettes publiques (%)	2393.8	4886.4	7320	2595	5933.3
Service de la dette/Résultat d'exploitation après recettes publiques (%)	2393.8	4886.4	7320	2595	5933.3

n.d.: Non disponible

Source: Fitch Ratings, Emetteur

The ratings above were solicited and assigned or maintained at the request of the rated entity/issuer or a related third party. Any exceptions follow below

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 © 2019 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. 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.