



**CRITÈRES DE NOTATION DES ENTITÉS  
INDUSTRIELLES ET COMMERCIALES**

## Table des matières

<b>Champ d'application des présents critères</b>	<b>3</b>
<b>Résumé des changements apportés aux critères</b>	<b>3</b>
<b>Aperçu du canevas de notation</b>	<b>4</b>
<b>Composante 1 : Environnement opérationnel</b>	<b>5</b>
Composante 1, Facteur A : Score de risque pays .....	5
Composante 1, Facteur B : Score de risque sectoriel des entités industrielles et commerciales .....	5
Composante 1, Facteur B1 : Cyclicité .....	6
Composante 1, Facteur B2 : Facilité de faire des affaires .....	7
Composante 1, Facteur B3 : Dynamique de la branche d'activité .....	7
<b>Composante 2 : Profil d'entreprise</b>	<b>9</b>
Composante 2, Facteur A : Position concurrentielle .....	9
Composante 2, Facteur A1 : Avantages concurrentiels .....	9
Composante 2, Facteur A2 : Franchise et image de marque .....	10
Composante 2, Facteur A3 : Diversification en matière de lignes de métier, de clientèle et de géographie .....	10
Composante 2, Facteur A4 : Autres (dés)avantages concurrentiels tangibles .....	10
Composante 2, Facteur B : Management et gouvernance .....	12
<b>Composante 3 : Profil financier</b>	<b>12</b>
Composante 3, Facteur A : Performance en matière de bénéfices .....	12
Composante 3, Facteur B1 : Flux de trésorerie, effet de levier et structure financière .....	14
Composante 3, Facteur B2 : Évaluation de la structure financière .....	15
Composante 3, Facteur B3 : Liquidité .....	18
<b>Composante 4 : Profil comparatif</b>	<b>21</b>
Composante 4, Facteur A : Soutien du groupe .....	21
Composante 4, Facteur B : Soutien des pouvoirs publics .....	21
Composante 4, Facteurs A et B : Soutien externe dans le cas d'une entité industrielle ou commerciale .....	21
Composante 4, Facteur C : Comparaison avec les pairs .....	21
<b>Facteurs d'ajustement final de la notation</b>	<b>21</b>
Facteur d'ajustement de la notation 1 : Facteurs structurels spécifiques aux entités industrielles et commerciales .....	21
Facteur d'ajustement de la notation 2 : Notation(s) des émissions .....	23

## Champs d'application des présents critères

1. Les critères intitulés *Critères de notation des entités industrielles et commerciales non financières (Critères de notation des entités industrielles et commerciales)* s'appliquent à un large éventail de notations des entreprises non financières émettrices de crédit. Les présents critères ont été rédigés afin de prendre en considération toute une palette de différentes structures financières, ainsi qu'une variété de vecteurs de revenus et de dépenses qui caractérisent les sociétés industrielles et commerciales. Par exemple, la présente méthodologie s'applique tant aux entreprises matures de l'industrie lourde avec un important niveau d'immobilisations qu'aux sociétés du secteur des TIC à croissance rapide qui s'appuient sur la propriété intellectuelle incorporelle.
2. Les présents critères ne s'appliquent pas aux sociétés d'investissement immobilier cotées (REIT) et à la plupart des autres sociétés foncières, cependant leur notation s'inspire de certains principes énoncés dans ce document qui peut, néanmoins, concerner les sociétés de promotion immobilière. Les présents critères s'appliquent lors de l'évaluation des entreprises de service public, mais dans le cadre d'un examen plus complet qui tient compte du soutien des pouvoirs publics. Les holdings d'investissement et les conglomérats sont également exclus du champ d'application, mais les présents critères peuvent être utilisés lors de l'analyse des membres du groupe.

## Résumé des changements apportés aux critères

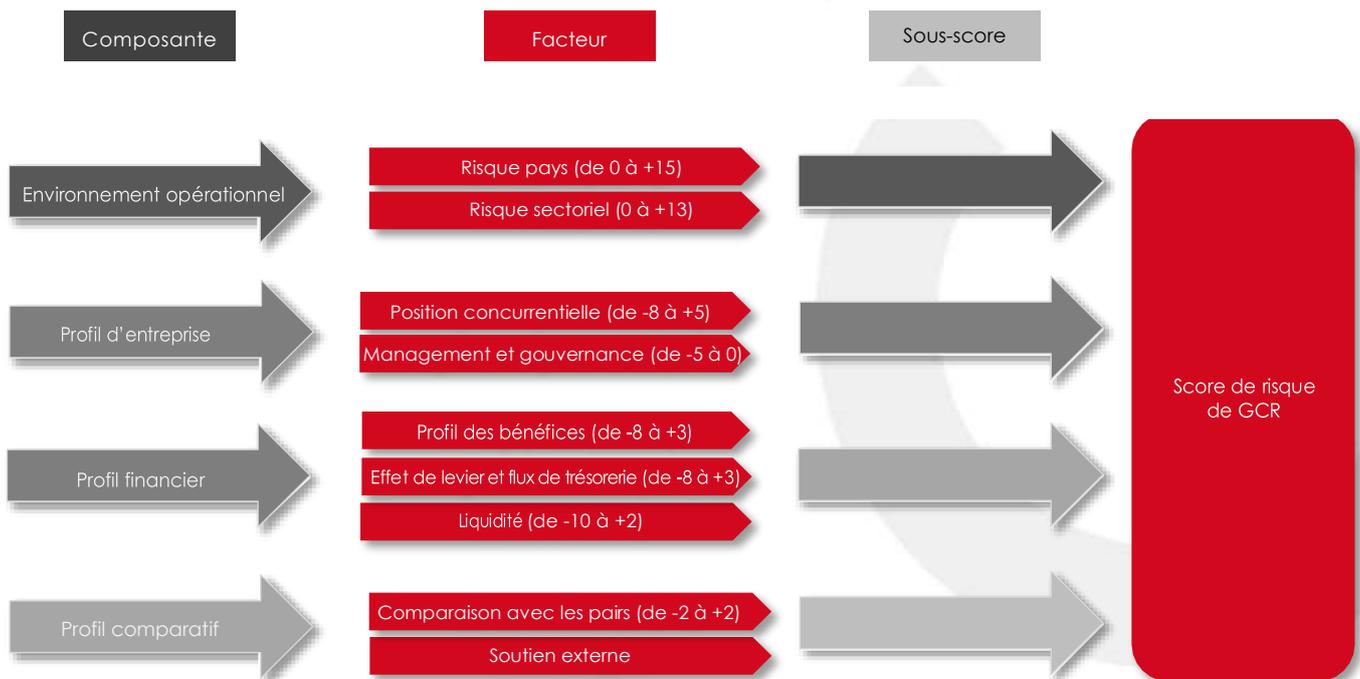
3. Les présents critères restent attachés aux principes fondamentaux énoncés dans la dernière version des *Critères généraux de référence relatifs à la notation des entités industrielles et commerciales (mis à jour en mars 2018)*. À cet égard, l'évaluation de la vulnérabilité au défaut des obligations senior non sécurisées (notamment des emprunts) continue à s'effectuer à l'aide du canevas de notation de GCR. Les paramètres et les facteurs de crédit mis en évidence dans la précédente version des critères n'ont pas subi de changements majeurs et restent essentiels dans le processus de formation de l'opinion de l'agence sur la qualité de crédit des entreprises industrielles et commerciales.
4. Le principal changement apporté aux critères concerne leur alignement sur le canevas de notation de GCR élargi (voir ci-dessous). Les scores relatifs à chaque facteur caractéristique de l'entreprise s'accumulent pour former un score de risque final, qui est ensuite traduit en notations de GCR sur les échelles internationale et nationale. L'agence a également mieux encadré les notations d'une institution en ancrant celle-ci dans son environnement opérationnel et en basant l'analyse sur le risque pays et sur les facteurs sectoriels auxquels elle est confrontée. En outre, GCR a adopté un procédé d'analyse fondé davantage sur les ratios en ce qui concerne l'évaluation de l'environnement opérationnel, de l'effet de levier et des flux de trésorerie. Par ailleurs, comme dans le cas des versions précédentes des critères, les évaluations quantitatives sont largement interprétées à l'aide de facteurs qualitatifs.
5. Les nouveaux éléments comprennent une méthodologie de notation des groupes, les critères de management et de gouvernance, de risque pays et de risque sectoriel, qui s'appliquent tous à la majorité des notations des émetteurs de crédit assignées par GCR. La nouvelle version du canevas pose également les bases d'une analyse plus détaillée dans le cadre de la notation des instruments de dette (voir **Facteur d'ajustement de la notation 2 : Notation(s) des émissions** à la page 23). Les notations des obligations senior non sécurisées correspondent généralement au rating de l'émetteur, sauf en cas de certaines particularités d'ordre légal ou réglementaire. Les notations des dettes subordonnées et hybrides sont ajustées à la baisse par rapport au rating de l'émetteur, compte tenu ou faisant abstraction du soutien externe, en fonction des différents éléments contractuels ou légaux détaillés dans les notes. Les notations de la dette sécurisée sont effectuées dans le cadre des *critères généraux consolidés de notation des obligations rehaussées des entités industrielles et commerciales (mis à jour en 2018)*.

## Aperçu du canevas de notation

Afin d'améliorer la comparabilité et la transparence des ratings, GCR a mis en place un canevas de notation (voir ci-dessous) comportant des scores publics des composantes clés. L'objectif est d'offrir à chaque partie prenante (émetteur, investisseur, régulateur, contrepartie, etc.) la possibilité d'appréhender en détail chacun des principaux éléments déterminants de notation et, en définitive, de savoir quels facteurs sont susceptibles de changer les notes dans l'avenir.

- GCR a adopté quatre composantes clés de notation (environnement opérationnel, profil d'entreprise, profil financier et profil comparatif), chacune est subdivisée en deux ou trois facteurs déterminants qui reçoivent une note positive ou négative. La somme des notes détermine le Score de risque de GCR, qui est traduit grâce à la principale table de correspondance de l'agence en notations des émetteurs de crédit sur l'échelle nationale et/ou internationale.

Figure 1 : Diagramme du canevas de notation de GCR applicable aux entités industrielles et commerciales



## Composante 1 : Environnement opérationnel

7. Le concept du canevas de notation trouve ses racines dans l'idée de GCR selon laquelle l'environnement opérationnel d'une entité détermine sa qualité de crédit. Par conséquent, l'analyse des conditions d'exploitation constitue la composante la plus importante du score de risque sous-jacent suivant la méthodologie de notation de GCR. En substance, l'agence fait combiner des éléments d'analyse du risque pays et du risque sectoriel, pondérés en fonction des pays le cas échéant, pour fixer l'entreprise industrielle ou commerciale dans son environnement opérationnel actuel.
8. Même si dans le cas des entités industrielles et commerciales le lien direct avec les points forts des États souverains et les tendances macroéconomiques peut sembler ne pas aussi évident qu'en ce qui concerne les institutions financières (par exemple), GCR persiste à considérer que la richesse des ménages et l'environnement politique/commercial sont des paramètres essentiels dans le cadre de l'évaluation de leur qualité de crédit. En effet, des études démontrent que la performance de la plupart des entreprises d'un pays est fortement corrélée à celle de son PIB et à d'autres indicateurs financiers. En outre, les sociétés industrielles et commerciales restent exposées à des facteurs tels que le contexte national en matière de crédit, les pressions réglementaires et la dynamique de financement dans une zone géographique donnée.

(de 0 à +28 :  
+28 étant le meilleur score)

### Environnement opérationnel

#### Facteur A : Risque pays (de 0 à +15)

- PIB par habitant
- Indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale
- FEM

#### Facteur B : Risque sectoriel (de 0 à +13)

- Cyclicité
- Facilité de faire des affaires
- Dynamique de la branche d'activité

## Composante 1, Facteur A : Score de risque pays

9. Le score est calculé sur une échelle de 0 (le plus faible) à +15 (le plus élevé). GCR établit le score de la moyenne pondérée de l'EBITDA par zone géographique, conformément à la méthodologie de la dérivation du Score de risque pays explicitée dans les Critères de risque pays. La préférence est donnée au pays de domicile de l'entité ou à celui dans lequel se déroule la majorité de ses opérations. En règle générale, un autre pays doit contribuer de manière significative au résultat d'exploitation moyen pondéré ou aux actifs pour être pris en considération dans le score de risque pays combiné. Pour consulter les critères généraux de risque pays publiés, cliquez [ici](#).

(de 0 à +15 :  
+15 étant le meilleur score)

## Composante 1, Facteur B : Score de risque sectoriel des entités industrielles et commerciales

10. GCR estime que les conditions d'une branche d'activité particulière dans leur ensemble sont l'un des facteurs déterminants de la qualité de crédit de chaque entité notée. Cependant, chaque secteur ou branche d'activité peut être caractérisé(e) par des risques très différents et par des corrélations avec des tendances économiques spécifiques. Certaines de ces tendances peuvent être inhérentes à une branche d'activité particulière, tandis que d'autres sont des facteurs de l'environnement économique agissant dans une juridiction donnée. En outre, la performance d'un secteur spécifique dans une juridiction particulière peut dépendre des facteurs exogènes singuliers.
11. Dans une tentative d'isoler l'incidence de ces facteurs, GCR dérive le score de risque sectoriel des entreprises industrielles et commerciales en tenant compte de 1) la cyclicité de la branche d'activité, 2) de la facilité de faire des affaires dans une juridiction et 3) de la dynamique de la branche. Le score est calculé sur une échelle de 0 (le plus faible) à +13 (le plus élevé). Un score global négatif n'est pas applicable car les sociétés n'opéreraient pas dans les pays ou dans les secteurs dont les conditions sont totalement pénalisantes. Lorsqu'une entité notée est présente dans plusieurs zones géographiques, GCR peut combiner le score en pondérant l'EBITDA.

(de 0 à +13 :  
+13 étant le meilleur score)

## Composante 1, Facteur B1 : Cyclicité

(de 0 à +4 :  
+4 étant le meilleur score)

12. La cyclicité d'une branche d'activité reflète la sensibilité (ou l'insensibilité) de la performance de celle-ci aux facteurs économiques globaux (même si la cyclicité peut également être une expression des tendances sectorielles). La cyclicité d'une branche d'activité est considérée comme un paramètre inhérent à l'exploitation et généralement ne change pas ou ne se modifie que progressivement à long terme. Par ailleurs, la cyclicité spécifique à un secteur se manifeste, en principe, d'une manière relativement cohérente partout dans le monde, qu'il s'agisse d'une économie mature ou en développement, par conséquent, le même procédé d'évaluation en la matière est appliqué à la même branche d'activité dans différentes juridictions.
13. Les entités industrielles et commerciales sont qualifiées de hautement cycliques lorsque leurs résultats financiers fluctuent de manière significative en raison des changements de l'environnement économique. Plus l'amélioration des résultats en période d'expansion ou leur dégradation en phase de ralentissement et de contraction de l'économie sont prononcées, plus important est le niveau de cyclicité d'une branche d'activité (un secteur peut également être contracyclique, démontrant sa force pendant les épisodes de fléchissement conjoncturel). À l'inverse, les branches d'activité sont qualifiées de non cycliques lorsque leurs résultats financiers ne sont pas affectés de façon notable par des changements de l'environnement économique. En règle générale, les branches du secteur primaire et celles dépendantes des marchés tributaires des cours des matières premières ou caractérisées par une demande extrêmement discrétionnaire sont globalement plus cycliques, tandis que les branches d'activité assurant la fourniture des biens et services de première nécessité sont les moins cycliques.
14. GCR estime que l'exposition aux risques est plus importante dans le cas des secteurs caractérisés par un niveau de cyclicité élevé, car leurs résultats financiers fluctuent généralement davantage entre le pic et le creux du cycle. La première étape de la dérivation du score de risque sectoriel par GCR consiste en une répartition des branches d'activité en quatre catégories en fonction de leur cyclicité. Un score de cyclicité égal à un est attribué aux secteurs les plus cycliques, tandis qu'un score de quatre est assigné aux branches d'activité les moins cycliques (et, par conséquent, les plus stables).

Tableau 1 : Cyclicité

Catégorie	Score	Secteurs rentrant généralement dans cette catégorie
Hautement cyclique	1	Industries extractives, agriculture, secteur de la construction, métallurgie, promotion immobilière, industries de première transformation, services industriels, activités pétrolières et gazières en amont
Cyclicité moyenne/supérieure à la moyenne	2	Activités manufacturières secondaires, vente d'automobiles, production de biens de consommation discrétionnaire, vente au détail de biens de consommation discrétionnaire, hôtellerie, logistique
Cyclicité moyenne/inférieure à la moyenne	3	Production de biens de grande consommation, vente au détail de produits de grande consommation (PGC), sociétés immobilières d'investissement et REIT, transport, matériel et sécurité en matière des TIC, activités pétrolières et gazières en aval
Cyclicité faible	4	Éducation, santé, électricité, eau, télécommunications

## Composante 1, Facteur B2 : Facilité de faire des affaires

(de -3 à +3 :  
+3 étant le meilleur score)

18. Alors que les mêmes branches d'activité affichent généralement les tendances identiques en matière de cyclicité partout dans le monde, néanmoins, GCR admet que le risque lié à un secteur dépend largement de la juridiction dans laquelle l'entreprise a son siège social ou exerce ses activités. Par exemple, une société d'exploitation aurifère dans une économie stable et bien développée est caractérisée par des facteurs de risque de moindre importance par rapport à une entreprise similaire opérant sur un marché sous-développé dans un environnement politique instable. De même, les facteurs de risque sont tributaires d'une multitude d'indicateurs propres à une juridiction, notamment la réglementation en matière de création d'entreprise, d'obtention de permis de construire, de raccordement à l'électricité, d'enregistrement de titres de propriété, d'obtention de prêts, de protection des investisseurs minoritaires, de paiement des taxes et impôts, de commerce transfrontalier, d'exécution des contrats et de résolution de l'insolvabilité.
19. GCR estime que les sociétés industrielles et commerciales domiciliées dans les pays où un environnement opérationnel stable, des marchés financiers solides et un cadre législatif/réglementaire favorisent l'efficacité des procédés commerciaux et la croissance, ont, en règle générale, une meilleure qualité de crédit que celles opérant dans les juridictions caractérisées par de vastes structures bureaucratiques, une faiblesse des marchés financiers et une imprévisibilité du système légal, toutes choses égales par ailleurs.
20. Pour mesurer la solidité de l'environnement économique, GCR s'appuie sur le rapport *Doing Business* publié tous les ans par la Banque mondiale, qui classe les pays en fonction de ce paramètre compte tenu des facteurs mentionnés ci-dessus. Les scores élevés (jusqu'à +3) sont conditionnés par un bon classement dans le rapport *Doing Business*, tandis qu'un mauvais classement est synonyme d'un score négatif (jusqu'à -3). Le score peut être modifié à la suite d'une analyse de l'évolution du classement par rapport aux années précédentes.

## Composante 1, Facteur B3 : Dynamique de la branche d'activité

(de 0 à +6 :  
+6 étant le meilleur score)

21. Par rapport aux facteurs économiques agissant à l'échelle mondiale et nationale mentionnés plus haut, lors de l'évaluation du sous-facteur de la dynamique de la branche d'activité pris en considération pour la notation de crédit, l'attention se focalise sur les facteurs singuliers qui ont une incidence sur chaque secteur particulier dans le cadre de chaque juridiction spécifique. Il est crucial d'appréhender la dynamique de la juridiction spécifique où l'entité est domiciliée/opère, car ces facteurs sont généralement variables. Ils peuvent évoluer pendant un laps de temps relativement court et doivent être surveillés en permanence.
22. Le sous-facteur de la dynamique a été conçu pour mettre en évidence l'existence (ou l'absence) de facteurs susceptibles de soutenir la performance globale de la branche d'activité. GCR considère que deux catégories de paramètres doivent être pris en compte pour dériver le score relatif au sous-facteur combiné de dynamique de la branche d'activité compris entre 0 (le plus faible) et +6 (le plus élevé).
23. Les caractéristiques propres à la branche d'activité sont liées aux facteurs tels que les barrières à l'entrée, la technologie et ses bouleversements, ainsi que la rentabilité. Globalement, l'agence estime qu'une branche d'activité est plus stable et, par conséquent, son score de risque est plus élevé, lorsque les barrières à l'entrée sont importantes, la probabilité de bouleversement est relativement faible et un solide niveau de rentabilité est maintenu en permanence par tous les principaux acteurs. Certains de ces facteurs peuvent s'appliquer à une branche d'activité à l'échelle de plusieurs juridictions, cependant, l'expérience de GCR démontre que la différence de leur incidence peut également être considérable. À cet égard, alors qu'un marché développé spécifique peut connaître une rupture technologique importante dans une branche d'activité, cela peut ne pas être le cas partout dans le monde. Dans la mesure où les entités opérant sur les autres marchés sont susceptibles d'être rattrapées par cette tendance avec le temps, celle-ci se reflètera dans les changements du score de dynamique de la

branche d'activité. De même, les marges bénéficiaires et la rentabilité globale peuvent varier considérablement d'une juridiction à l'autre. Compte tenu du fait que les secteurs dissemblables enregistrent nécessairement des marges bénéficiaires différentes, GCR considère la tendance qui caractérise les marges comme un indicateur des changements de l'environnement opérationnel des branches d'activité.

24. Les facteurs externes comprennent la réglementation, la législation, la politique et l'impact environnemental. La capacité d'une branche d'activité à s'adapter tant au cadre législatif fluctuant qu'aux normes sociales changeantes est un paramètre important lors de l'évaluation des risques. Du fait de leur nature, ces facteurs sont spécifiques à une juridiction et peuvent avoir une incidence majeure sur l'environnement opérationnel. Par ailleurs, chaque facteur peut être favorable ou néfaste pour une branche d'activité. Aussi les exigences strictes en matière de régulation lorsqu'elles créent des barrières à l'entrée ou imposent des produits de meilleure qualité peuvent-elles être bénéfiques aux entités industrielles et commerciales. De l'autre côté, le respect de ces mêmes exigences peut engendrer des lourdeurs administratives conséquentes qui entravent la flexibilité opérationnelle de l'entité. La politique intérieure, quelle que soit la manière dont elle se manifeste : les certitudes dans ce domaine, la législation, l'activisme social ou syndical, peut également avoir un effet significatif sur les perspectives d'un secteur. Les branches d'activité exposées à un environnement politique instable ou incertain peuvent avoir du mal à trouver des investissements ou faire face à un niveau de risque exogène plus élevé. De même, les préoccupations en matière environnementale et de développement durable peuvent à leur tour avoir une incidence substantielle sur le score de risque sectoriel d'une entreprise industrielle ou commerciale. Les secteurs dont l'empreinte carbone est élevée ou qui sont considérés comme des pollueurs se voient de plus en plus exclus des marchés financiers et affrontent une baisse de la demande, ces deux aspects ont un effet négatif sur leur qualité de crédit.
25. **Exemple** : pour illustrer le processus d'évaluation du risque pays et du risque sectoriel décrit plus haut, considérons deux sociétés hypothétiques et la manière dont leurs scores respectifs seront dérivés. Les scores de risque pays et de risque sectoriel utilisés dans l'exemple suivant ne sont indiqués qu'à titre illustratif et peuvent être différents par rapport aux scores réels attribués par GCR.
26. La société A est une entreprise de construction domiciliée en Afrique du Sud, où elle réalise l'essentiel de ses opérations. La dérivation du score commence par la prise en considération du score de risque pays de l'Afrique du Sud, qui est actuellement égal à (+8) sur décision du comité de risque pays de GCR prise conformément aux Critères de risque pays. En ce qui concerne la branche d'activité, l'agence estime que le secteur du bâtiment est hautement cyclique, par conséquent, le score correspondant est égal à (+1), tandis que, suivant le dernier rapport Doing Business de 2018, l'Afrique du Sud est classée à la 82<sup>e</sup> place (dans le top des 44 % des pays affichant les meilleurs résultats), cette position équivaut à un score de risque de (-1). Les conditions actuelles du secteur sont prises en considération au moyen de l'évaluation de la dynamique de la branche d'activité, dont le résultat dans le cas du segment de la construction de l'Afrique du Sud peut être considéré comme exceptionnellement mauvais. Par conséquent, le score de dynamique de la branche d'activité est susceptible d'être faible, égal à (+1). Dans le cas du segment du bâtiment de l'Afrique du Sud, le score combiné de risque pays et de risque sectoriel s'élève à (+9), ce qui représente le point de départ de la dérivation du score de risque de chaque entreprise individuelle du secteur de la construction.
27. La société B est un groupe d'enseignement domicilié au Royaume-Uni dont les opérations sont réparties entre le Royaume-Uni et le Rwanda. Comme cette répartition géographique se fait de manière égale, le score de risque pays représente une combinaison des scores du Royaume-Uni (+13) et du Rwanda (+4), ce qui équivaut à un score de risque pays de (+8,5). GCR estime que le secteur de l'enseignement est caractérisé par une faible cyclicité, par conséquent, un score de (+4) est accordé. À son tour, le score de facilité de faire des affaires représente la moyenne des scores du Royaume-Uni (9<sup>e</sup> position/dans le top des 5 % des pays affichant les meilleurs résultats, ce qui correspond à un score de +3) et du Rwanda (29<sup>e</sup> position/dans le top des 16 % des pays affichant les meilleurs résultats, ce qui

équivalent à un score de +1). En dernier lieu, GCR examine la dynamique du segment de l'enseignement privé de chaque pays. Imaginons qu'au Royaume-Uni, le secteur de l'éducation soit sous pression en raison de la réglementation nationale et de la hausse des coûts des intrants, le score pourrait être égal à (+3). Au Rwanda, en revanche, cette branche d'activité pourrait être considérée indispensable compte tenu de la faiblesse de l'offre d'enseignement public, ce qui stimulerait la demande et conduirait, par conséquent, à un score de dynamique plus élevé (+5). En établissant la moyenne des différentes composantes du risque, le score de risque sectoriel de la société B serait de (+10) et le score total relatif à l'environnement opérationnel s'élèverait à +18,5.

Tableau 2 : Exemple de la dérivation du score de risque sectoriel

Score de composante/facteur	Société A	Société B
Risque pays	+8	+8,5
- Cyclicité	+1	+4
- Facilité de faire des affaires	-1	+2 (moyenne du Royaume Uni (+3) et du Rwanda (+1))
- Dynamique	+1	+4 (moyenne du Royaume Uni (+3) et du Rwanda (+5))
<b>Risque sectoriel total</b>	<b>+1</b>	<b>+10</b>
<b>Total – Environnement opérationnel</b>	<b>+9</b>	<b>+18,5</b>

## Composante 2 : Profil d'entreprise

28. L'évaluation du profil d'entreprise s'appuie sur un ensemble de facteurs quantitatifs et qualitatifs dont la finalité est de s'assurer de la robustesse du modèle économique, de la diversification, de la franchise, de la compétitivité d'une entreprise industrielle ou commerciale compte tenu de la complexité des opérations et de la qualité du management/de la gouvernance en comparaison avec les pairs opérant sur le même marché ou sur les marchés similaires.

(de -13 à +5 :  
+5 étant le meilleur score)

### Profil d'entreprise

#### Position concurrentielle (de -8 à +5)

- Position concurrentielle
- Solidité de la franchise et image de marque
- Diversification en matière de lignes de métier, de produits et de géographie
- Autres (dés)avantages concurrentiels

#### Management et gouvernance (de -5 à 0)

## Composante 2, Facteur A : Position concurrentielle

29. Le résultat de l'analyse de la position concurrentielle est le premier score spécifique d'une entité, il est calculé sur une échelle de -8 (le plus faible) à +5 (le plus élevé) en utilisant comme guide de référence les quatre (4) sous-facteurs présentés ci-dessous. L'incidence de chaque facteur doit être comparée, tant à l'échelle locale que mondiale, par rapport aux pairs de l'entité opérant dans un secteur similaire. Aucun des facteurs mentionnés ci-dessous n'est censé avoir plus d'importance que les autres et tous les facteurs ne sont pas applicables à toutes les branches d'activité. L'appréciation de la position concurrentielle représente davantage une évaluation globale dans laquelle se reflète l'opinion de GCR sur les facteurs (ou sur leur absence) susceptibles de contribuer à la stabilité des activités d'une entreprise industrielle ou commerciale tout au long des cycles économiques ou pendant les phases de l'évolution de la dynamique et de la concurrence sectorielles.

(de -8 à +5 :  
+5 étant le meilleur score)

## Composante 2, Facteur A1 : Avantages concurrentiels

30. Pour être considérées dotées d'avantages concurrentiels, les entités industrielles et commerciales doivent démontrer leur capacité à être meilleures que leurs pairs, tant sur les marchés locaux qu'au niveau mondial, et ce de manière durable. Les facteurs susceptibles de contribuer aux avantages concurrentiels comprennent la taille de l'entité, les capacités plus importantes en ce qui concerne la diversification des produits ou des services, son pouvoir de fixation des prix, ses antécédents mettant en évidence un niveau supérieur de qualité en matière de prestation de services ou de développement de produits, les chaînes logistiques étendues et efficaces et une solide propriété intellectuelle (que ce soit en termes de produits/services ou de procédés).

31. Pour qu'un score de position concurrentielle très élevé soit attribué à une entité, elle doit être en mesure de démontrer ses avantages concurrentiels à l'échelle mondiale au niveau de plusieurs lignes de métier. Une société en position de leader et dotée d'autres avantages sur un marché particulier peut se voir assigner un score de position concurrentielle « élevé ». À l'inverse, des scores négatifs (jusqu'à -8) sont attribués à des entités de très petite taille, dont le statut dans leur branche d'activité est de loin celui de preneurs de prix, fortement dépendantes des autres entreprises (ou même des concurrents) pour les intrants clés et faisant systématiquement face à une concurrence considérable et à de faibles barrières à l'entrée.

### Composante 2, Facteur A2 : Franchise et image de marque

32. En règle générale, les sociétés industrielles et commerciales investissent massivement pour obtenir une large reconnaissance de la marque et fidéliser solidement la clientèle. Typiquement, les marques de premier plan sont associées à un pouvoir accru en matière de fixation des prix et à une plus grande stabilité des bénéfices tout au long du cycle grâce à la loyauté des clients. L'image de marque n'est pas cruciale pour toutes les branches d'activité (telles que les industries extractives ou les services publics), mais elle est essentielle pour presque tous les secteurs en contact avec la clientèle (PGC, vente au détail, hôtellerie, produits de consommation). Dans le cas des entités industrielles et commerciales qui se voient attribuer des scores de position concurrentielle très élevés, les marques ou les franchises doivent être dominantes à l'échelle mondiale, ce qui se traduit d'une manière univoque par des volumes d'activité solides et par un pouvoir accru en matière de fixation des prix. Un score « élevé » peut également être accordé aux entités présentant des caractéristiques similaires, mais dans une zone géographique limitée.

### Composante 2, Facteur A3 : Diversification en matière de lignes de métier, de clientèle et de géographie

33. En général, GCR considère la diversification comme un point fort pour la notation, car les conditions d'exploitation dans différents pays et secteurs ne sont pas exactement corrélées, tandis que, par définition, la diversification réduit les risques liés aux clients/fournisseurs et les autres risques de concentration. Dans certains cas, cependant, l'expansion relative aux domaines d'activité ou aux zones géographiques peut être considérée à haut risque et, par conséquent, neutraliser les avantages de la diversification. Typiquement, le niveau de diversification est mesuré en fonction de la répartition des revenus et du taux de rentabilité, mais d'autres indicateurs, tels que la répartition des actifs, peuvent être utilisés lorsqu'ils sont considérés les plus appropriés. Pour qu'un score « élevé » ou « le plus élevé » soit attribué, indépendamment des autres avantages concurrentiels, l'entité doit afficher un niveau satisfaisant de diversification en matière de géographie et de produits, aucune juridiction souveraine ou ligne de métier ne doit contribuer à plus de 33 % de l'EBITDA. De même, une clientèle élargie est considérée comme un point fort pour la notation, tandis qu'un score négatif peut être assigné aux entités caractérisées par un niveau de concentration important.

### Composante 2, Facteur A4 : Autres (dés)avantages concurrentiels tangibles

34. GCR reconnaît qu'il existe de nombreux facteurs qui peuvent contribuer à la position sur le marché et à la solidité relatives d'une société industrielle ou commerciale. Parmi les facteurs les plus courants citons les avantages technologiques ou le bénéfice produit, l'intégration verticale/horizontale, les préférences réglementaires ou les aspects liés à la réputation. Les facteurs concurrentiels clés pour chaque entité doivent être identifiés et leur incidence sur la position concurrentielle relative évaluée et expliquée dans le rapport de notation. Dans de nombreuses situations, un facteur dont l'effet est considéré positif dans le cas d'une entité peut devenir une contrainte en ce qui concerne une autre entité. Les avantages peuvent également être exogènes, c'est notamment le cas des entreprises de service public qui peuvent profiter d'une législation favorable et des appuis des pouvoirs publics. En revanche, les sociétés dont l'impact environnemental est particulièrement négatif peuvent voir leur score de risque ajusté à la baisse.

35. Un score de risque « élevé » relatif au profil d'entreprise peut être attribué à une société dont le rôle politique est déterminant, i.e. à un monopole ou à un quasi-monopole, même en l'absence d'autres points forts.

Tableau 3 : Profil d'entreprise

Catégorie de score	Score	Position concurrentielle (caractéristiques typiques)
Le plus élevé	De 4 à 5	Il s'agit du leader mondial de la branche d'activité dont la supériorité de l'image de marque et de la franchise est reconnue partout dans le monde, ce qui lui garantit un pouvoir substantiel en matière de fixation des prix ; il dispose de technologies et d'une propriété intellectuelle de meilleur niveau, ses capacités relatives à la génération des bénéfices et des liquidités sont exceptionnellement importantes et stables ; il maîtrise ses chaînes d'approvisionnement dans de nombreux pays, ainsi que ses réseaux de distribution. Un niveau significatif de diversification en ce qui concerne les lignes de métier, aucun produit ou marché ne contribuant à plus de 33 % de l'EBITDA.
Élevé	De 2 à 3	Il s'agit du leader de la branche d'activité sur ses marchés clés, caractérisé en même temps par une certaine diversification à l'échelle mondiale. La supériorité de l'image de marque et de la franchise de l'entité est reconnue sur les marchés clés, ses produits sont compétitifs à l'échelle mondiale, ses technologies et sa propriété intellectuelle sont de meilleur niveau. La génération des bénéfices et des liquidités est soutenue et stable, l'entité maîtrise ses chaînes d'approvisionnement dans les pays clés, ainsi que ses réseaux de distribution ; elle affiche un niveau significatif de diversification en ce qui concerne les lignes de métier dans les juridictions clés qu'un certain degré de diversification à l'échelle mondiale vient soutenir.
Intermédiaire	De -1 à 1	L'entité a une position intermédiaire ou solide en ce qui concerne ses marchés/produits clés, elle est caractérisée par une certaine diversification en matière de lignes de métier, par une technologie exclusive confirmée, par des atouts notoires en termes de réseaux d'approvisionnement et de distribution. Son chiffre d'affaires et ses flux de trésorerie sont relativement stables tout au long du cycle.
Faible	De -2 à -4	Il s'agit d'un acteur de la branche d'activité de taille moyenne ou modeste disposant d'un petit nombre de technologies exclusives, souvent utilisant le prix comme son principal avantage. Il est caractérisé par un niveau de diversification faible en ce qui concerne les produits ou les juridictions, sa maîtrise des chaînes d'approvisionnement et des réseaux de distribution est limitée. Des antécédents en matière d'instabilité du chiffre d'affaires peuvent exister.
Le plus faible	De -5 à -8	Il s'agit d'un acteur de la branche d'activité de taille modeste ou très modeste, confronté à un important niveau de concurrence, ne possédant aucun réel avantage en matière de diversification et/ou générant de faibles bénéfices. Les scores les plus bas sont généralement associés à des niveaux faibles de chiffre d'affaires pendant une longue période et/ou à une situation de défaut ou proche du défaut.

Les caractéristiques typiques correspondant au résultat d'évaluation très élevé, élevé, intermédiaire, faible et très faible sont mises en évidence dans les cases ci-dessus. Il est probable qu'une entité présente une ou plusieurs caractéristiques mentionnées dans différentes cases. GCR laisse la latitude aux analystes de décider quels sont les facteurs les plus pertinents pour chaque entité notée. Cependant, pour obtenir un score élevé, l'entité est censée avoir cumulé un certain nombre de points forts. À l'inverse, tout risque peut ramener le score à un niveau faible.

36. **Exemple :** En revenant à nos sociétés hypothétiques mentionnées plus haut, supposons que la société A soit le leader incontesté du marché de la construction de l'Afrique du Sud, disposant de moyens de niveau mondial dans trois niches dans le secteur du bâtiment et d'un historique étoffé en ce qui concerne la rentabilité de niveau correspondant à la moyenne de la branche d'activité ou supérieur. Par ailleurs, aucun problème relatif à la gouvernance de l'entreprise n'a été identifié. En l'occurrence, un score de position concurrentielle de +2 pourrait être assigné à la société A. (Un score égal à +3 peut être un peu trop élevé car la société A n'est pas caractérisée par une diversification à l'échelle mondiale, cependant, ses bénéfices supérieurs à la moyenne suggèrent que le score de +1 peut être un peu trop faible).
37. Supposons maintenant que la société B soit un très petit acteur sur le marché de l'enseignement, ne disposant que de quatre établissements, mais fort d'une très solide réputation d'excellence dans son domaine. Compte tenu de sa taille modeste et de ses besoins importants et constants en matière d'investissement, ses bénéfices peuvent également être faibles. Par ailleurs, l'entité est une société de holding dont la structure est compliquée et la documentation relative à sa politique est incomplète. Sa part de marché au Royaume-Uni serait négligeable et ses bénéfices quelque peu instables, ce qui suggère un score très faible (-4), cependant, sa solide réputation pourrait relever le score jusqu'à (-3). Au Rwanda, même si la taille de la société reste modeste, elle est cependant un acteur plus important car sa branche d'activité est sous-développée. En l'occurrence, le score de profil d'entreprise pourrait être de (-1), étant donné que la réputation de la société est probablement l'avantage concurrentiel le

plus important. Le score pondéré serait alors égal à (-2). Un ajustement négatif supplémentaire de (-1) serait effectué compte tenu de la gouvernance de l'entreprise.

Tableau 4 : Exemple de la dérivation du score de profil d'entreprise

Score de composante/facteur	Société A	Société B
Position concurrentielle	+2	-2 (Royaume Uni (-3) ; Rwanda (-1))
Management et gouvernance	0	-1
<b>Score total de profil d'entreprise</b>	<b>+2</b>	<b>-3</b>

### Composante 2, Facteur B : Management et gouvernance

(de -5 à 0 :  
0 étant le meilleur score)

38. Le score est calculé sur une échelle de -5 à 0. Consultez les critères universels relatifs au management et à la gouvernance.

### Composante 3 : Profil financier

(de -26 à +8 :  
+8 étant le meilleur score)

39. GCR estime que dans le cas des entités industrielles et commerciales, le risque le plus important est lié à la création et au maintien des flux de trésorerie stables pour soutenir le service de la dette et la liquidité. Cette considération s'explique par le fait que, bien que la plupart des branches d'activité fassent l'objet d'une régulation, les sociétés industrielles et commerciales ne sont pas soumises aux mesures réglementaires en matière de fonds propres et de liquidité. À titre de conséquence, dans la majorité des cas, elles ne bénéficieraient pas non plus du même type de soutien financier si elles devaient se trouver en difficulté. Aussi la pérennité d'une entité industrielle ou commerciale n'est-elle qu'un facteur d'efficacité interne et d'accès privilégié au financement.
40. À l'aide d'un ensemble de repères quantitatifs qui conduisent à des évaluations qualitatives, GCR procède à un examen des trois composantes suivantes : 1) le profil des bénéfices, 2) les flux de trésorerie, l'effet de levier, la structure financière et 3) la liquidité. Un score de risque allant de très faible (-8) à très élevé (+2 ou +3) est assigné à chaque composante. Lorsque la composante est constituée de plusieurs éléments, ces derniers sont combinés pour dériver le score de facteur le plus adéquat.

#### Profil financier

##### Bénéfices (de -8 à +3)

- Stabilité des revenus/bénéfices
- Analyse de la marge
- Efficacité opérationnelle

##### Flux de trésorerie, effet de levier et structure financière (de -8 à +3)

- Analyse des ratios
- Évaluation de la structure financière

##### Liquidité (de -10 à +2)

- Analyse du ratio affectations/sources
- Ajustements structurels

### Composante 3, Facteur A : Profil des bénéfices

(de -8 à +3 :  
+3 étant le meilleur score)

41. Lors de l'évaluation des résultats financiers d'une société industrielle ou commerciale, GCR tient compte de la tendance rétrospective en matière de régularité des revenus, en se focalisant sur les rendements absolus et sur la stabilité des sources de recettes. La qualité des bénéfices est appréciée lors d'un examen de la stabilité des flux entrants, tant au niveau consolidé qu'à l'échelle des filiales/divisions, pendant la période considérée. Les flux entrants qui reposent sur les revenus de type versements périodiques d'une rente à long terme sont considérés plus stables par rapport à ceux qui dépendent des recettes à court terme similaires aux revenus provenant des ventes. GCR tient également compte de l'existence de concentration de toute sorte en matière de recettes qui peut concerner un preneur spécifique, une gamme particulière de produits ou un projet déterminé. L'agence peut procéder à un ajustement négatif du score de risque lorsqu'elle considère que les revenus sont caractérisés par une forte concentration, même si l'entreprise est actuellement performante.
42. En règle générale, GCR utilise le ratio EBITDA (résultat d'exploitation de base avant intérêt, impôt, dépréciation et amortissement)/chiffre d'affaires comme principale mesure de la résilience des bénéfices, mais dans certains cas, le ratio bénéfice d'exploitation (résultat d'exploitation de base après

dépréciation et amortissement)/chiffre d'affaires peut être plus parlant. Le paramètre de rentabilité peut faire l'objet d'ajustements en prenant en considération les risques/gains de valeur résiduelle ou les autres gains et/ou pertes attendus. Compte tenu de l'écart substantiel des marges bénéficiaires entre les différentes branches d'activité dont les entreprises industrielles et commerciales font partie, il est nécessaire d'examiner le ratio des bénéfices absolus par rapport aux pairs du secteur et aux tendances internes rétrospectives. Le résultat de l'évaluation d'une entreprise industrielle ou commerciale peut être positif si l'entité affiche de manière constante une marge d'EBITDA supérieure à la norme du secteur, tout en faisant état d'une tendance à la stabilité ou à l'accroissement par rapport aux niveaux atteints dans le passé.

43. Dans le cadre de l'évaluation de ce facteur, GCR procède également à une analyse de l'efficacité opérationnelle. La structure des dépenses doit être suffisamment souple pour assurer l'efficacité et la rentabilité, même en cas de baisse de chiffre d'affaires. Par conséquent, le risque est considéré plus important dans le cas des entités dont les charges fixes sont élevées ou la main-d'œuvre nombreuse, car elles ne sont pas en mesure de réduire leurs dépenses à temps pendant les phases de ralentissement économique. D'autres facteurs peuvent (en règle générale) avoir une incidence négative sur l'évaluation de la qualité des bénéfices, notamment les suivants :
- i. risque important lié aux fluctuations des taux de change ;
  - ii. persistance de postes exceptionnels et de retraitements ;
  - iii. existence de postes hors caisse, tels que les mouvements de dépréciation et de valorisation selon la méthode de juste valeur.

Tableau 5 : Performance en matière de bénéfices

Catégorie de score	Score	Génération des bénéfices (caractéristiques typiques)
Le plus élevé	De 2 à 3	Les marges d'EBITDA sont importantes et/ou la croissance des bénéfices est constante, l'entité soutient la comparaison mieux que ses pairs opérant sur le même marché ou sur les marchés similaires. Les bénéfices de haute qualité reposent sur les recettes de type rente. La stabilité des bénéfices est attestée tout au long du cycle. Une structure de dépenses souple est couplée à une solide capacité en matière de gestion des coûts tout au long du cycle. Absence de risques importants liés aux devises, à la valeur résiduelle et aux autres postes hors caisse.
Intermédiaire	De -1 à 1	Les marges d'EBITDA et/ou la croissance des bénéfices sont globalement comparables à celles des pairs opérant sur les marchés identiques ou similaires. Capacité attestée à rester rentable tout au long du cycle, même si avec une certaine variabilité des marges. La qualité des bénéfices est globalement conforme au marché. La structure des dépenses caractérisée par un bon niveau de souplesse est couplée à une certaine capacité en matière de gestion des coûts tout au long du cycle. Des risques limités en ce qui concerne les devises, la valeur résiduelle et les autres postes hors caisse.
Faible	De -2 à -4	La marge d'EBITDA est inférieure à celle des pairs opérant sur les marchés identiques ou similaires. La trajectoire des bénéfices est irrégulière, ponctuée de baisses périodiques. Les bénéfices sont non attestés ou volatils tout au long du cycle. Il existe quelques inquiétudes relatives à la qualité des bénéfices. La structure des dépenses est relativement rigide, les marges varient tout au long du cycle. Un important niveau de fluctuation des bénéfices due aux devises, à la valeur résiduelle et aux autres postes hors caisse.
Le plus faible	De -5 à -8	D'importantes préoccupations quant à la capacité d'assurer une exploitation rentable.

Les caractéristiques typiques correspondant au résultat d'évaluation très élevé, élevé, intermédiaire, faible et très faible sont mises en évidence dans les cases ci-dessus. Il est probable qu'une entité présente une ou plusieurs caractéristiques mentionnées dans différentes cases. GCR laisse la latitude aux analystes de décider quels sont les facteurs les plus pertinents pour chaque entité notée. Cependant, pour obtenir un score élevé, l'entité est censée avoir cumulé un certain nombre de points forts. À l'inverse, tout risque peut ramener le score à un niveau faible.

44. **Exemple :** Bien que la société A ait été rentable tout au long des années considérées, les bénéfices ont été mis sous pression en raison de la faiblesse conjoncturelle. De même, les marges se sont réduites à cause d'une augmentation des charges de personnel. Compte tenu de ces sous-facteurs, le score de risque lié aux bénéfices est susceptible d'être neutre (0).

45. La société B continue à se développer en envergure et, par conséquent, ses bénéfices sont minimes, cependant, conformément aux prévisions, son EBITDA et ses marges doivent augmenter de manière significative à moyen terme. Ces projections pourraient compenser la position actuelle pour arriver au score de (-1), à l'extrémité inférieure de la catégorie «intermédiaire».

### Composante 3, Facteur B1 : Flux de trésorerie, effet de levier et structure financière

(de -8 à +3 :  
+3 étant le meilleur score)

46. L'évaluation par GCR des flux de trésorerie, de l'effet de levier et de la structure financière s'appuie sur un mix de paramètres quantitatifs relatifs au service de la dette et aux flux de trésorerie, combinés à une appréciation plus subjective de l'adéquation de la structure financière. Aucune mesure (ou fourchette) d'effet de levier unique ne peut être considérée applicable à toutes les entités industrielles et commerciales. Celles-ci, typiquement, affichent des différences considérables en ce qui concerne les niveaux d'endettement en fonction des branches d'activité dans lesquelles elles opèrent. Les entreprises actives dans les secteurs moins cycliques et plus matures peuvent absorber des niveaux d'endettement plus élevés sans modifier sensiblement leur profil de risque. À l'inverse, les sociétés présentes dans les secteurs plus cycliques font face à la volatilité des bénéfices et des flux de trésorerie et doivent, par conséquent, présenter un ratio d'endettement inférieur pour le même niveau de tolérance au risque. Pour tenir compte de ces dissimilitudes, GCR a établi différentes fourchettes d'endettement/d'effet de levier en fonction de la cyclicité de la branche d'activité dans laquelle une entreprise opère (comme défini lors de l'évaluation de l'environnement opérationnel).
47. Pour déterminer le solde de la dette, GCR peut prendre en compte tous les instruments pouvant être qualifiés au sens large comme ayant des caractéristiques similaires à la dette. Ces instruments peuvent comprendre les obligations convertibles, les titres de créance subordonnés, les actions privilégiées remboursables et à durée indéterminée, les structures de financement hors bilan, ainsi que les dettes non provisionnées ou les passifs éventuels (lorsqu'il y a une forte probabilité de matérialisation de certains d'entre eux) et les obligations dans le cadre d'un bail d'exploitation sans clause de rachat (location d'équipements ou de biens immobiliers). Lorsque la dette présente des caractéristiques susceptibles d'atténuer le risque de défaut, un ajustement du score de levier peut être effectué (voir l'ajustement qui concerne les fonds propres, paragraphe **viii**, page 16).
48. L'évaluation quantitative de l'endettement effectuée par GCR se concentre principalement sur les paramètres relatifs à la dette et à la couverture du service de la dette. Les ratios d'endettement classiques basés sur les fonds propres sont considérés moins pertinents en raison de la subjectivité qui caractérise le processus d'évaluation de ces derniers, néanmoins, le rapport entre le montant de la dette et les fonds propres peut être utile dans le cas de certaines entités. Les tendances rétrospectives relatives à la couverture de la dette et du service de la dette sont extrapolées, ainsi que les flux de trésorerie attendus, afin d'établir les ratios prévisionnels sur deux ans (si possible). En règle générale, GCR prend en considération la dette nette (dette brute moins les liquidités et les actifs liquides non gagés) pour déterminer les montants d'endettement, mais dans les cas où les liquidités sont affectées à l'investissement, ou si l'accessibilité des liquidités est problématique, les valeurs d'endettement brut peuvent être plus appropriées.
49. Les trois paramètres principaux détaillés dans le **Tableau 6** sont utilisés lors de l'évaluation de la dette conjointement aux catégories de score typiques. Les scores (calculés sur une échelle de -5 à +3) peuvent, cependant, faire l'objet d'un relèvement de 2 points de risque (portant le score maximal possible à +5) si les entités affichent une capacité à mobiliser, de manière continue, diverses sources de financement sur les marchés internationaux, auprès d'un large éventail de contreparties. Citons parmi ces sources de financement toutes sortes de prêts bancaires directs, de prêts syndiqués, d'instruments de dette des marchés financiers, de garanties et de produits dérivés. Une capacité attestée à mobiliser, de manière opportune et continue, les sources de financement en fonds propres sur les marchés internationaux, auprès de différents groupes d'investisseurs, contribue également au relèvement du score.

50. Le ratio **dette nette/EBITDA** reflète la mesure dans laquelle les activités en cours pourraient satisfaire aux obligations relatives au remboursement du principal. L'avantage clé de ce paramètre est qu'il intègre tous les bénéfices de base légalement liés à l'entreprise, fournissant ainsi une représentation plus claire de la performance opérationnelle. GCR peut procéder à certains ajustements de l'EBITDA déclaré compte tenu des postes considérés non essentiels ou non récurrents, ainsi que des différences de traitement comptable.
51. **La couverture de la dette brute par les flux de trésorerie d'exploitation (FTE)** mesure la capacité de l'entité à rembourser sa dette en utilisant les flux de trésorerie provenant de ses activités principales. L'avantage de ce paramètre est qu'il reflète les liquidités réellement disponibles pour le service de la dette, mais il pourrait être temporairement faussé par les mouvements du fonds de roulement. Dans le cas des entités qui pourraient être exposées à des dépenses d'investissement importantes (par exemple, l'achat d'équipements destinés à la location), nous prendrons plus probablement en considération la couverture de la dette totale par les flux de trésorerie discrétionnaires pour intégrer les dépenses courantes de remplacement des actifs. GCR peut également envisager des ajustements supplémentaires compte tenu des flux de trésorerie discrétionnaires si un flux de trésorerie constant quittant l'entreprise sous la forme de dividendes ou d'investissements semble exister.
52. Le **ratio EBITDA/couverture des frais financiers nets** reflète la capacité de l'entité industrielle ou commerciale à honorer ses principales obligations récurrentes dans le cadre du service de la dette, à savoir le paiement d'intérêts. En règle générale, GCR compense les revenus d'intérêts par les frais d'intérêts, cependant, les revenus d'intérêts non monétaires et les autres facteurs d'atténuation du risque de taux d'intérêt, tels que les instruments de couverture et les intérêts incorporés sur le financement du développement peuvent être exclus du calcul. Un paramètre alternatif est la couverture des intérêts par les flux de trésorerie disponibles, qui est calculé en divisant les flux de trésorerie d'exploitation (avant le paiement des frais financiers nets) par les frais financiers nets, et qui peut être pris en considération le cas échéant.

Tableau 6 : Effet de levier, couverture par les flux de trésorerie

Catégorie de cyclicité	Dette nette/EBITDA (x)				FTE/Dette brute (%)				EBITDA/frais financiers (x)			
	Élevée	Moyenne/ supérieure à la moyenne	Moyenne/ Inférieure à la moyenne	Faible	Élevée	Moyenne/ supérieure à la moyenne	Moyenne/ Inférieure à la moyenne	Faible	Élevée	Moyenne/ supérieure à la moyenne	Moyenne/ Inférieure à la moyenne	Faible
De 4 à 5	Les entités industrielles et commerciales affichant un accès permanent aux différents marchés internationaux de financement en fonds propres et d'émission de la dette peuvent bénéficier d'un relèvement du score compte tenu du ratio de protection de crédit pouvant aller jusqu'à deux crans. Par conséquent, les entités qui obtiennent les scores les plus élevés relatifs à l'effet de levier et à la couverture par les flux de trésorerie peuvent bénéficier d'un relèvement supplémentaire portant le score de risque de crédit à +4 ou à +5.											
De 2 à 3	<1,5x	<1,75x	<2x	2,5x	>60 %	>55 %	>50 %	>40 %	>15x	>14,5x	>14x	>13x
De -1 à 1	1,5x-3x	1,75x-3,3x	2x-3,5x	2,5x-4x	30-60 %	28-55 %	25-50 %	20-40 %	5x-15x	4,7x-14,5x	4,5x-14x	4x-13x
De -2 à -3	3x-5x	3,3x-5,3x	3,5x-5,5x	4x-6x	17,5-30 %	15-28 %	12,5-25 %	10-20 %	2,25x-5x	2x-4,7x	1,75x-4,5x	1,5x-4x
De -4 à -5	>5x	>5,3x	>5,5x	>6x	<17,5 %	<15 %	<12,5 %	<10 %	<2,25x	<2x	<1,75x	<1,5x
De -5 à -8	Les scores de risque les plus faibles sont applicables dans les cas où une entité est caractérisée par un niveau d'endettement élevé sans que des accords de refinancement clairement définis soient en place, ou lorsque GCR estime que les lignes de crédit ne seront pas disponibles.											

### Composante 3, Facteur B2 : Évaluation de la structure financière

53. Le score d'effet de levier quantitatif peut être ajusté d'un ou de plusieurs crans compte tenu des considérations relatives à la structure financière. Il s'agit généralement d'ajustements négatifs, néanmoins, il existe des cas où un relèvement pourrait être accordé. Le plus souvent, les caractéristiques particulièrement solides d'une entreprise industrielle ou commerciale lui facilitent l'accès au

financement et, par conséquent, elles constituent des éléments positifs dans le cadre de l'évaluation de la liquidité. Des ajustements pourraient être effectués notamment dans les situations suivantes :

- i. **(Ajustement négatif)** En cas de fonds propres corporels négatifs (les fonds propres déclarés moins les actifs incorporels), ou si la valeur nominale des fonds propres est modeste, ou lorsqu'une entreprise industrielle ou commerciale pourrait être plus vulnérable aux pertes résultant d'événements, même si les ratios semblent adéquats. Typiquement, le score maximal de fonds propres est plafonné par GCR par la catégorie intermédiaire. Cependant, il s'agit d'une appréciation qualitative qui doit tenir compte de l'envergure et de la diversité des activités ainsi que de la qualité de la trésorerie et de la gestion globale du bilan.
- ii. **(Ajustement négatif)** Le risque de change apparaît lorsque les entités empruntent dans une monnaie autre que celle de leurs recettes d'exploitation. Un tel état des choses peut affecter sensiblement la position de l'entité en matière de l'effet de levier (en cas de mouvements de change) si l'entreprise n'a pas mis en place une couverture financière ou naturelle ou n'est pas à même de répercuter efficacement les coûts sur ses clients. Si la dette en devises est supérieure à 30 % de la dette totale et ne fait pas l'objet d'une couverture par des revenus de source étrangère ou d'une couverture de change, l'agence peut procéder à un ajustement négatif du score. Le niveau d'ajustement dépend de l'importance de l'effet de levier et de l'exposition au risque de change/de la volatilité des devises.
- iii. **(Ajustement négatif)**. Si la structure de la dette est caractérisée par un manque de diversification, GCR peut effectuer un(des) ajustement(s) négatif(s). De manière générale, l'agence considère que le financement n'est pas diversifié lorsqu'il provient d'une seule source, i.e. s'il émane presque entièrement du secteur bancaire, ou si une contrepartie contribue à plus de 33 % des fonds.
- iv. **(Ajustement négatif)**. L'agence estime que le calendrier d'échéances de la structure financière a une importance substantielle. GCR pourrait procéder à un ajustement en cas de risques de refinancement importants quel que soit le stade où ils surviennent, ou si la maturité moyenne pondérée des fonds est inférieure à deux ans.
- v. **(Ajustement négatif)**. Si la dette grandit très rapidement, probablement en raison des dépenses d'investissement urgentes et nécessaires, l'agence peut également ajuster à la baisse le score initial relatif à l'effet de levier, en fonction de la nature de cette augmentation.
- vi. **(Ajustement négatif)** Droits/actions défavorables des actionnaires. Si la qualité des fonds propres est potentiellement menacée par les options détenues par l'actionnaire pouvant forcer le remboursement, ou s'il existe d'autres caractéristiques similaires à celles de la dette. Si GCR prévoit des versements massifs de dividendes ou des rachats importants d'actions du fait des d'actionnaires surendettés et/ou menant une politique agressive, elle peut procéder à un ajustement négatif du score initial.
- vii. **(Ajustement négatif/positif)**. Filiales exploitantes/investissements faibles ou solides. Si une société détenue (consolidée ou non au niveau du groupe) a des résultats sensiblement insuffisants et/ou recourt excessivement à l'effet de levier, dépend du financement/de la liquidité du groupe, ou si elle est proche de la rupture de ses engagements, l'agence pourrait déduire le déficit des fonds propres du groupe même en cas d'absence de garanties explicites de la part du parent. En revanche, si les investissements ou les filiales de l'entité sont solides, ne nuisent pas aux activités principales et dont il est aisé de se retirer, nous pouvons effectuer un ajustement positif du score relatif à l'effet de levier. Nous pouvons également revoir le score à la baisse si un pourcentage important de flux de trésorerie ou de liquidités est mis en gage ou retenu par un membre du groupe et n'est pas disponible pour le service de la dette à l'échelle du groupe.
- viii. **(Ajustement positif)**. Si l'entité dispose d'instruments déficitaires qui absorbent les pertes bien avant les instruments senior non sécurisés, son score de risque pourrait être amélioré. En règle générale, ces instruments prévoient des seuils de déclenchement entraînant une dépréciation obligatoire et permanente ou ils sont entièrement à la discrétion de la direction et GCR considère que leur usage est fortement encouragé par des mesures incitatives. Par ailleurs, ponctuellement, l'agence prend en

considération les éléments de financement permanent concessionnel, public ou provenant du groupe, qui pourraient, en cas de stress, être convertis en fonds propres, cependant, le contrôle de la part de la direction et une incitation à l'utilisation sont nécessaires pour qu'un relèvement soit accordé. L'agence établit et plafonne le bénéfice de ces instruments à 25 % (ajustement d'un cran) et à 50 % (ajustement de deux crans) de la dette totale, en supposant que l'entité n'ait pas encore atteint le score maximal (+5) et que les flux de trésorerie soient globalement satisfaisants.

54. GCR applique une approche de tolérance zéro en cas de manque de liquidité. En effet, une entreprise avec un bilan parfaitement sain et une position concurrentielle très solide peut quand même faire défaut si son niveau de liquidité n'est pas approprié et si elle n'a aucune maîtrise dans ce domaine. Aussi un manque de liquidité peut-il ramener les scores aux niveaux les plus faibles, si l'agence a des inquiétudes à ce sujet.
55. Notre approche analytique repose sur un examen simple de la capacité de l'entité à satisfaire ses besoins de liquidité pendant une période glissante d'un à deux ans. GCR considère les éléments suivants en tant que sources de liquidité, le cas échéant :
- i. GCR détermine le volume des liquidités non gagées, non soumises à restrictions qui ne sont pas destinées à des investissements futurs. Les risques de transfert et de convertibilité sont également pris en compte en ce qui concerne les avoirs liquides en devises.
  - ii. L'agence prend en considération tous les fonds prévus dans le cadre des activités principales (une marge de sécurité peut être appliquée si GCR estime qu'ils pourraient diminuer par rapport aux observations rétrospectives, ou si le niveau de risque de valeur résiduelle est élevé, ou en cas d'une faible couverture des provisions) et les variations positives du fonds de roulement, si elles sont fiables.
  - iii. GCR additionne la partie non utilisée et disponible des lignes de crédit garanties à court terme et celles arrivant à échéance 12 mois plus tard. L'agence peut également prendre en considération un pourcentage des lignes de crédit non garanties si le score de risque de leur apporteur est plus élevé que celui de l'emprunteur et si le risque de défaut conjoint des deux parties n'existe pas. En ce qui concerne les lignes de crédit, qu'elles soient garanties ou non garanties, GCR additionne le montant total du crédit disponible, jusqu'au seuil, mais pas au-delà, de toute rupture des engagements.
  - iv. GCR peut également tenir compte des liquidités provenant de la vente d'actifs ou d'investissements contractée ou du soutien externe si les sources sont fiables. Avec une marge de sécurité appropriée appliquée, les actions cotées peuvent également être prises en considération en tant que source de liquidité. L'importance de la marge de sécurité dépend de la liquidité de la bourse d'actions et de la taille de la participation, sachant que plus faible est la liquidité et plus grand est le pourcentage de la participation détenue, plus conséquente doit être la marge de sécurité.
56. Lors de l'examen des postes d'utilisation, l'agence prend en compte les sources de pression sur la liquidité suivantes :
- i. En premier lieu, GCR examine les éléments de la dette dont la maturité est égale à un ou à deux ans dans l'hypothèse d'absence d'accès au refinancement en ce qui concerne ces fonds.
  - ii. L'agence prend en considération toutes les dépenses d'équipement engagées et les besoins en investissement sur une période de deux ans. GCR veille généralement à ce que les entités aient des plans de financement précis de tous les grands projets d'investissement avant leur démarrage.
  - iii. Variations négatives du fonds de roulement attendues, tout achat extraordinaire contracté et autres éléments discrétionnaires des flux de trésorerie sortants. GCR tient également compte de tous les autres besoins ou exigences du groupe en matière de liquidité.

57. Un certain nombre d'autres aspects relatifs à la liquidité viennent s'ajouter au cours de l'analyse des postes d'utilisation par rapport aux sources.
58. **Engagements** : L'existence et la proximité des seuils déclencheurs des engagements sont un facteur important lors de l'évaluation des postes d'utilisation de la liquidité. En règle générale, les lignes de crédit sont accordées aux sociétés industrielles et commerciales sous réserve de respect de divers engagements financiers et non financiers. Lorsque ceux-ci sont susceptibles de provoquer une accélération de remboursement de la dette ou un événement de défaut, le risque pour l'entreprise augmente considérablement et la flexibilité financière se trouve limitée. Le niveau de risque devient plus critique à mesure que les paramètres d'une entité se rapprochent des seuils déclencheurs des engagements et le score de liquidité doit en subir les conséquences. GCR considère également que l'existence de déclencheurs de notation est un facteur très négatif. Quelque que soit l'engagement, l'importance de l'ajustement négatif dépend de la gravité du non-respect de celui-ci et des solutions contractuellement prévues à disposition des débiteurs et des créanciers. La solution la plus punitive est une accélération automatique de remboursement de la dette, alors que dans de nombreux cas, l'entité dispose d'un délai pour remédier au non-respect de l'engagement, ce qui se traduit par une pénalisation moins sévère.
59. **Refinancement** : L'agence estime que les entreprises industrielles et commerciales doivent maintenir une partie suffisante des lignes de crédit garanties non utilisée pour couvrir tous les billets de trésorerie en cours et les instruments dont la maturité est inférieure ou égale à six mois, ainsi qu'avoir des plans précis de remboursement ou de refinancement de toutes les dettes dont l'échéance est inférieure à six mois.
60. **Encombrement des actifs** : GCR considère qu'un niveau significatif d'actifs grevés est un facteur négatif. En effet, les actifs non grevés peuvent être utilisés plus facilement pour obtenir des lignes de crédit supplémentaires en cas de besoin. Par ailleurs, l'encombrement des actifs peut subordonner les créances chirographaires senior en liquidation et détourner les flux de trésorerie du paiement de la dette globale non sécurisée. Par conséquent, à mesure que l'encombrement des actifs augmente, la note de l'émetteur de crédit baisse.

Tableau 7 : Liquidité

Catégorie de score	Score	Description
<b>Le plus élevé</b>	2	Les sources de liquidité dont dispose l'entité couvrent plus de 200 % de ses besoins pendant un an et 150 % pendant 2 ans. Par ailleurs, il existe une marge de manœuvre importante en ce qui concerne ses engagements relatifs à l'accélération de remboursement de la dette à long terme ou aux événements de défaut. Les relations en matière de financement avec les banques de bonne qualité de crédit sont solides et stables. Absence d'encombrement d'actifs.
<b>Intermédiaire</b>	1, 0, -1	Les sources de liquidité dont dispose l'entité couvrent entre 125 % et 200 % de ses besoins pendant un an. L'attribution d'un score positif est conditionnée par une couverture supérieure à 100 % pendant 18 mois. La marge de manœuvre relative aux engagements est satisfaisante selon GCR. Les relations avec les pourvoyeurs de fonds sont solides et stables. L'encombrement concerne moins de 30 % du total des actifs.
<b>Faible</b>	De -2 à -4	Les sources de liquidité dont dispose l'entité couvrent entre 100 % et 125 % de ses besoins pendant un an. Ou la marge de manœuvre relative aux engagements est limitée, ce qui pourrait entraîner une accélération significative de remboursement de la dette ou un événement de défaut si les résultats de la société se détérioraient. Les relations avec les pourvoyeurs de fonds peuvent être sujettes à caution, surtout pendant les épisodes de stress. L'encombrement concerne moins de 50 % du total des actifs.
<b>Le plus faible</b>	De -5 à -10	Les sources de liquidité dont dispose l'entité sont insuffisantes pour couvrir ses besoins pendant un an. La rupture des engagements est majeure, significative et probable. Les pourvoyeurs de fonds refusent l'accès au financement. L'encombrement concerne plus de 50 % du total des actifs.

Les caractéristiques typiques correspondant au résultat d'évaluation très élevé, élevé, intermédiaire, faible et très faible sont mises en évidence dans les cases ci-dessus. Il est probable qu'une entité présente une ou plusieurs caractéristiques mentionnées dans différentes cases. GCR laisse la latitude aux analystes de décider quels sont les facteurs les plus pertinents pour chaque entité notée. Cependant, pour obtenir un score élevé, l'entité est censée avoir cumulé un certain nombre de points forts. À l'inverse, tout risque peut ramener le score à un niveau faible.

61. **Exemple.** Revenons à nos deux sociétés : la société A est très réticente à l'endettement et a maintenu des soldes de trésorerie solides au cours de ces dernières années en espérant de garder les mêmes acquis. Cet état des choses se traduirait par une position nette de trésorerie sans endettement, ce qui équivaldrait à un score d'effet de levier de (+3). En supposant l'absence d'éléments de dette de montant important arrivant à maturité ou d'engagements financièrement contraignants, aucun ajustement du score n'est nécessaire.
62. Lors d'une l'analyse approfondie, il s'avère que pendant les 18 prochains mois, la société A ne sera concernée que par la maturité des éléments de dette de petit montant, mais elle fait face aux dépenses relativement conséquentes pour mener à terme ses projets en cours. Une partie de ces charges sera couverte par les liquidités disponibles, mais l'entreprise devra probablement obtenir des lignes de crédit supplémentaires. En outre, la plupart des immobilisations sont grevées par divers contrats de location. En appliquant la méthode de comparaison des postes d'utilisation par rapport aux sources, GCR a déterminé que les sources couvrent environ 125 % des besoins, ce qui équivaldrait à un score de risque de (-1).
63. Le niveau d'endettement est relativement élevé dans le cas de la société B qui est en phase de croissance. Son EBITDA reste faible, les scores relatifs aux indicateurs de levier et de couverture sont susceptibles de se situer au niveau de (-2 ; -3). Compte tenu d'un EBITDA plus élevé en perspective, l'agence choisira peut-être le meilleur des scores de risque en attribuant celui de (-2). Cependant, l'analyse de la structure financière effectuée par GCR a révélé que tous les financements ont été mobilisés en livres sterling, ce qui a donné lieu à une importante asymétrie des devises, car la moitié des revenus générés sont en shillings rwandais, alors qu'il existe des engagements financiers relativement stricts. Les deux facteurs pourraient être à l'origine d'un ajustement supplémentaire de (-1) du score de risque. Les problèmes de financement sont compensés par une grande proportion de la dette subordonnée des actionnaires (environ 25 % de la dette totale). Comme la dette sera automatiquement convertie en fonds propres avant toute occurrence de non-respect des engagements, elle servira d'un important coussin de sécurité qui absorbera les pertes des détenteurs des titres senior non sécurisés. Par conséquent, le score de risque financier pourrait être ajusté à la hausse (+1).
64. Comme la dette de la société B est à long terme, celle-ci n'est pas concernée par les maturités à court terme. Un financement est nécessaire pour son expansion, mais des lignes de crédit suffisantes ont été obtenues pour couvrir les dépenses d'investissement au cours des 18 prochains mois. Par ailleurs, les actionnaires (attestant de vastes ressources financières) ont signé une lettre d'engagement pour fournir des fonds supplémentaires si le financement actuel n'était pas suffisant. À moyen terme, les flux de trésorerie d'exploitation sont susceptibles de couvrir le remboursement des dettes au fur et à mesure qu'elles arrivent à maturité. En l'occurrence, les sources peuvent représenter environ 200 % des besoins, ce qui nous amène à un score de risque de liquidité égal à (+1).

Tableau 8 : Exemple de la dérivation du score de liquidité

Score de composante/facteur	Société A	Société B
Bénéfices	0	-1
Endettement	+3	-2
- ajustements	0	0 (=1-1)
Liquidité	-1	+1
- ajustement	0	0
<b>Score total de profil financier</b>	<b>+2</b>	<b>-2</b>

## Composante 4 : Profil comparatif

65. Le dernier facteur de score de risque permet à GCR d'effectuer une série de changements qualitatifs basés sur des facteurs externes ou idiosyncratiques, le plus courant étant le soutien continu du groupe ou le soutien extraordinaire de l'État souverain.

### SCORE VARIABLE

#### Profil comparatif

##### Soutien externe

- Soutien du groupe
- Soutien de l'État souverain

##### Comparaison avec les pairs (de -2 à +2)

### Composante 4, Facteurs A et B : Soutien externe dans le cas d'une entité industrielle ou commerciale

66. Le soutien provient des actionnaires/affiliés et/ou des pouvoirs publics. Cependant, si les deux éléments de support s'appliquent, GCR ne prend en compte que la plus importante des deux options afin d'éviter une double addition.

### Composante 4, Facteur A : Soutien du groupe

67. Pour plus de renseignements sur le soutien du groupe consultez les [Critères de soutien du groupe](#).

### Composante 4, Facteur B : Soutien des pouvoirs publics

68. En principe, ce facteur n'est pas applicable aux entités industrielles et commerciales, néanmoins, il peut jouer un rôle important lors de l'examen des entreprises de service public ou des branches d'activité fortement réglementées. Le cas échéant, la description détaillée du soutien des pouvoirs publics est contenue dans les [Critères de risque pays](#).

### Composante 4, Facteur C : Comparaison avec les pairs

69. GCR autorise jusqu'à deux points d'ajustement positif ou négatif du score de risque afin d'établir une plus grande différenciation en matière de crédit. En règle générale, ce dispositif devrait être appliqué dans les situations où une entité est une société globalement meilleure ou moins performante dans un certain nombre de domaines par rapport au groupe de ses pairs, mais aucun facteur n'a pu créer un écart de notation.

## Facteurs d'ajustement final de la notation

### Facteur d'ajustement de la notation 1 : Facteurs structurels spécifiques aux entités industrielles et commerciales

70. Comme précisé plus haut, GCR établit généralement sa notation de crédit en fonction des caractéristiques financières et opérationnelles du groupe le plus proche (lorsqu'il y en a un) dans l'entourage de l'entité juridique considérée. En effet, nous pensons qu'il existe une forte probabilité de transfert des risques soit à partir des filiales dans le sens ascendant, soit entre les sociétés sœurs appartenant à la même société de holding/au même parent, soit à partir de ces derniers dans le sens descendant. C'est dans cette section que nous abordons ces risques, afin d'affiner au maximum la notation de l'entité juridique considérée.
71. Dans ce processus de la prise de décision, les [Critères de classification au sein du groupe et de soutien du groupe](#) sont notre guide de référence. Voici les principes des ajustements initiaux :
72. Aucun ajustement dû au score de risque de la **principale entité exploitante ou du parent** de l'objet d'analyse n'est permis. Citons en exemple la principale entité exploitante au sein d'un groupe, qui détient, en règle générale, plus de 50 % du total des actifs ou du capital du groupe. Cependant, elle pourrait être de plus petite taille et demeurer indispensable pour le groupe.

73. **Les filiales/affiliés d'un sous-groupe** font l'objet de notation intrinsèque suivie d'un relèvement tenant compte du soutien, le cas échéant, conformément à la méthodologie.
74. **Les sociétés de holding non exploitantes (NOHC)** : Comme les entités industrielles et commerciales ne sont pas réglementées de la même manière que les institutions financières, GCR procède automatiquement à l'abaissement des notations des NOHC, cependant, une évaluation est effectuée pour déterminer s'il existe des obstacles structurels ou légaux aux flux de trésorerie.
75. La même approche que celle relative aux HONC est généralement appliquée dans le cas des **sociétés de holding exploitantes**.
76. La même approche que celle relative aux HONC est généralement appliquée dans le cas des **sociétés de holding intermédiaires non exploitantes**. Cependant, lorsque le groupe bénéficie du soutien des parents ou des pouvoirs publics et si ce support doit passer par l'INOHC, l'ajustement des notations à la baisse n'est pas nécessaire.

## Facteur d'ajustement de la notation 2 : Notation(s) des instruments

77. L'ajustement de la note de l'entité juridique dépend de la nature de l'instrument, néanmoins, la hiérarchie de crédit est systématiquement respectée.

Tableau 9 : Instruments		
Type de la dette notée	Notching	Caractéristiques typiques
Sécurisée	+1 ou plus de crans	Voir les <a href="#">Critères de notation des obligations rehaussées des entités industrielles et commerciales</a> .
Senior non sécurisée	0	La notation de l'entité juridique pertinente relative à la société émettrice de la dette, le relèvement à titre de soutien des pouvoirs publics pris en compte (le cas échéant).
Senior subordonnée	-1	Dette contractuellement subordonnée, non perpétuelle et à coupons cumulatifs, non concernée par aucune clause discrétionnaire/obligatoire/légale de non-paiement ou de dépréciation et le report du coupon est impossible. En règle générale, la dette absorbe les pertes en même temps que la dette senior non sécurisée, mais avec une marge de sécurité plus importante.
Junior subordonnée	-2	Dette contractuellement subordonnée, généralement non perpétuelle et à coupons cumulatifs, mais susceptible d'être concernée par des clauses discrétionnaires/obligatoires/légales de non-paiement ou de dépréciation. La dette doit être capable d'absorber les pertes avant la dette senior non sécurisée et avant la dette senior subordonnée.
Hybride (a)	-4	Dette contractuellement subordonnée, généralement à durée indéterminée même si callable après une période de 5 ans, à coupons non cumulatifs, susceptible d'être concernée par des clauses discrétionnaires/obligatoires/légales de non-paiement ou de dépréciation avec des seuils de déclenchement car l'entité reste en exploitation.
Hybride (b)	-5 ou plus prononcé	Tous les instruments hybrides (a), mais s'ils sont également concernés par la présence de seuils relatifs au capital/à la liquidité ou à la notation qui déclenchent le défaut de l'instrument car l'entité reste fermement en exploitation, i.e. avant les pertes liées aux obligations senior non sécurisées ou avant une défaillance d'un autre type. Nous procédons à un ajustement négatif du score en fonction de la proximité du seuil de déclenchement, tout en respectant la hiérarchie de crédit.

78. **Exemple :** Dans notre exemple, nous n'avons procédé à aucun autre ajustement en ce qui concerne la société A ou la société B.

Tableau 10 : Exemple de l'utilisation des facteurs d'ajustement de la notation		
Score de composante/facteur	Société A	Société B
Composante 1 : Environnement opérationnel	+9	+18,5
Composante 2 : Profil d'entreprise	+2	-3
Composante 3 : Profil financier	+2	-2
Composante 4 : Ajustements	0	0
<b>Score de risque total</b>	<b>+13</b>	<b>+13,5</b>

85. Conformément au tableau de l'Évaluateur de crédit d'ancrage de GCR (en supposant que les valeurs correspondant à l'Afrique du Sud se situent dans la colonne « 7,5-8 »), le score de risque de la société A égal à +13 se traduirait par une notation de A<sub>-(ZA)</sub> sur l'échelle nationale de l'Afrique du Sud.
86. Le score de risque de la société B s'élève à +13,5 et en l'occurrence une évaluation sur l'échelle internationale et sur l'échelle nationale est requise. Le score de risque de +13,5 de la société B correspondrait à une notation B<sup>+</sup> sur l'échelle internationale, tandis que (en supposant que les valeurs correspondant au Rwanda se situent dans la colonne « 4-4,5 »), sur l'échelle nationale de Rwanda, il équivaudrait à une notation de AAA<sub>(RW)</sub>.

## TERMES/ACRONYMES UTILISÉS DANS LE PRÉSENT DOCUMENT SUIVANT LE GLOSSAIRE DE GCR

Actif	Ressource ayant une valeur économique, possédée ou contrôlée par une entreprise dont elle attend un avantage futur.
Actifs	Ressources ayant une valeur économique, possédées ou contrôlées par une entreprise dont elle attend un avantage futur.
Actifs incorporels	Les actifs immatériels d'une entreprise tels que les marques, les brevets, les droits d'auteur, les systèmes d'information et le fonds de commerce.
Actifs liquides	Actifs, généralement à court terme, pouvant être convertis en liquidités.
Action	Actions sont des titres de propriété ou des droits sur le capital social détenus par les actionnaires. Le capital social peut être augmenté par l'émission d'actions nouvelles ou grâce aux bénéfices non distribués.
Actionnaire	Une personne physique, une entité ou une institution financière détenant des actions ou des parts sociales d'une organisation ou d'une entreprise.
Action privilégiée	Les actions privilégiées ou préférentielles confèrent à leur titulaire le droit de préséance sur tout dividende versé par la société avant le paiement sur les actions ordinaires. Ces dividendes sont, en principe, liés à un taux d'intérêt et ne sont pas déterminés par les bénéfices de l'entreprise. Les actions privilégiées sont généralement remboursables au pair en cas de liquidation. Habituellement, elles ne sont pas assorties de droits de vote ou de préemption. Les actions préférentielles peuvent être remboursables ou à durée indéterminée.
Actions privilégiées	Une source de financement par actions à long terme qui ne sont assorties d'aucun droit de vote et dont le paiement est prioritaire par rapport aux actions ordinaires.
Amont	Terme désignant le stade d'exploration et d'extraction d'une matière première, par opposition aux étapes de fabrication et de transformation situés en aval du processus industriel.
Amortissement	En termes de passif, remboursement d'une dette par une série de versements pendant une période donnée. En termes d'actif, répartition des charges d'immobilisations incorporelles sur une période donnée (généralement sur la durée d'utilisation d'un actif).
Aval	L'aval fait référence à la transformation des matières premières en un produit requis par les utilisateurs finaux et par les consommateurs.
Bail d'exploitation sans clause de rachat	Un bail dans le cadre duquel le risque et les droits à rémunération ne sont pas transférés.
Bénéfice d'exploitation	Bénéfices provenant des activités ordinaires génératrices de revenus d'une entreprise, calculés avant impôts et frais d'intérêts.
Bien immobilier	Propriété composée d'un terrain et/ou de bâtiments.
Bilan	Aussi appelé état de la situation financière. État de l'actif et du passif d'une entreprise réalisé à l'intention des actionnaires et des autorités de réglementation. Il donne une "photographie" à un moment précis des actifs détenus par l'entreprise et de la manière dont ils ont été financés.
Billet de trésorerie	Le billet de trésorerie est un instrument négociable dont la maturité est inférieure à un an.
Capital	Somme d'argent investie pour générer des revenus.
Charges fixes	Les charges de l'entreprise telles que le loyer, les frais de gestion et les amortissements, qui ne varient pas en fonction du niveau de production ou de ventes.
Classement	Priorité appliquée aux obligations par ordre de séniorité.
Clause/engagement	Disposition indicative de bonne exécution. Il existe des engagements de faire ou de ne pas faire. Les engagements de faire sont des obligations prises généralement par l'emprunteur dans le cadre habituel de son activité. Les engagements de ne pas faire fixent certaines limites et restrictions dans le cadre des activités des emprunteurs.
Compensation	Droit (droit de compensation) de compenser les passifs par des actifs dans tout litige portant sur les réclamations.
Comptabilité	Procédé d'enregistrement, de compilation et de répartition de tous les éléments relatifs aux recettes et aux dépenses de l'entreprise, ainsi que d'analyse, de vérification et de communication des résultats.
Concentration	Degré élevé de corrélation positive entre les facteurs ou une exposition excessive à un seul facteur que partagent un profil démographique ou un instrument financier similaires, un secteur donné, une branche d'industrie particulière ou des marchés spécifiques.
Conditions	Clauses à caractère descriptif ou imposant des limites à la tenue des engagements de la compagnie d'assurance introduites dans un contrat d'assurance.
Conglomérat	Entreprise constituée de filiales n'ayant pas de liens entre elles qui opèrent dans plusieurs secteurs d'activité.
Continuité d'exploitation	Principe comptable qui présume qu'une entreprise continuera d'exister et poursuivra normalement son activité commerciale dans un avenir prévisible. En pratique, cela veut dire probablement au moins pendant les 12 prochains mois.
Contrat (d'assurance)	Accord par lequel une compagnie d'assurance s'engage, à titre onéreux, de fournir des prestations, de rembourser des pertes ou d'offrir des services à un souscripteur. Une police d'assurance est un document écrit dans lequel les conditions du contrat sont exposées.
Corrélation	Terme décrivant la mesure de l'interaction entre deux variables. Une corrélation de 1 signifie qu'elles se déplacent rigoureusement ensemble et une corrélation de moins 1 signifie qu'elles se déplacent exactement dans les directions opposées l'une par rapport à l'autre.
Coupon	Les intérêts payés sur une obligation exprimés en pourcentage de la valeur nominale. Dans le cas d'une obligation à coupon fixe, les intérêts sont généralement payés sur une base annuelle ou semestrielle. Le terme désigne également le certificat détachable donnant droit au porteur au paiement des intérêts.
Court terme	Actuel ; généralement correspondant à une durée inférieure à un an.
Couverture	Une forme de gestion des risques dont la finalité est d'atténuer les pertes financières ou les effets des autres circonstances défavorables. La prise d'une position en sens inverse par rapport à la position existante peut en faire partie. La corrélation entre la position existante et la position en sens inverse est négative.

Couvrir	Entreprendre une action afin de gérer les risques dont la finalité est d'atténuer les pertes financières ou les effets des autres circonstances défavorables. La prise d'une position en sens inverse par rapport à la position existante peut en faire partie. La corrélation entre la position existante et la position en sens inverse est négative.
Créance chirographaire	Titre de créance non couvert par une garantie.
Créancier	Fournisseur de crédit envers qui un débiteur est redevable.
Crédit	Accord contractuel dans le cadre duquel un emprunteur reçoit aujourd'hui quelque chose qui a de la valeur et s'engage à rembourser le prêteur à une date ultérieure, généralement avec des intérêts. Le terme désigne également la capacité d'emprunt d'une personne physique ou d'une entreprise.
Débiteur	Partie endettée ou la personne qui rembourse ses emprunts.
Déclaration de sinistre/Demande	1. Demande d'indemnisation pour les dommages pouvant relever des termes du contrat d'assurance (dans le domaine de l'assurance). 2. Demande ou revendication formelle (finance d'entreprise).
Défaut	Un défaut se produit lorsque : 1) l'emprunteur n'est pas en mesure de rembourser intégralement ses dettes ; 2) survient un événement de perte de crédit tel que passation par pertes et profits, provision spécifique, échange déprécié, impliquant la remise de dette ou le report ; 3) le retard de l'emprunteur sur le remboursement de toute dette est supérieur à X jours comme défini dans les documents transactionnels ; 4) le débiteur a déposé le bilan ou a formulé toute autre demande de protection contre les créanciers.
Dépenses d'investissement	Dépenses relatives aux actifs à long terme tels que les installations, les équipements ou les terrains, qui constituent les moyens de production d'une entreprise.
Dépréciation	Réduction de la valeur d'un actif car celui-ci n'est plus susceptible de générer les mêmes avantages, effectuée conformément à la politique de l'entreprise lors des évaluations périodiques.
Dettes	Obligation de rembourser une somme d'argent. Plus précisément, il s'agit de fonds transférés par un créancier à un débiteur moyennant intérêts et engagement de rembourser intégralement le principal à une date fixée ou sur une période déterminée.
Dettes sécurisées	Dettes adossées ou couvertes par une garantie pour réduire le risque de crédit et, par conséquent, le taux d'intérêt appliqué.
Dettes senior non sécurisées	Titres dont le paiement est prioritaire par rapport à toute autre dette non sécurisée ou subordonnée en cas de défaut.
Dettes subordonnées	Dettes dont le remboursement, en cas de défaut, ne s'effectue qu'après celui des obligations senior. La dette subordonnée est caractérisée par un niveau de risque plus élevé que celui de la dette senior.
Diversification	Répartition des risques par constitution d'un portefeuille contenant des titres de différents niveaux d'exposition dont les rendements sont relativement peu corrélés. Ce terme fait également référence aux entreprises qui font leur entrée sur les marchés ayant très peu de rapport avec ceux sur lesquels elles opèrent déjà ou aux produits qu'elles y introduisent.
Dividende	Part des bénéfices de l'entreprise après impôts distribuée aux actionnaires.
Effet de levier	Dans le cadre de l'analyse des entreprises, l'effet de levier (ou l'endettement) fait référence à la mesure dans laquelle une entreprise est financée par la dette.
Émetteur	Partie endettée ou personne physique remboursant ses emprunts.
Emprunt	Somme d'argent empruntée par un débiteur qui doit être remboursée au créancier avec intérêts. Un instrument de dette où un bien immobilier représente la garantie du prêt. Une hypothèque confère au prêteur le droit de prendre possession de la propriété si l'emprunteur ne rembourse pas le prêt. Une inscription est un préalable à l'existence de tout prêt hypothécaire. Une inscription hypothécaire peut concerner un bien corporel ou un bien incorporel, même s'il n'appartient pas au créancier hypothécaire. On parle également d'un bon hypothécaire.
Emprunteur	Partie endettée ou la personne qui rembourse ses emprunts.
Endettement	L'endettement (ou effet de levier) fait référence à la mesure dans laquelle une entreprise est financée par la dette et peut être calculé en divisant le montant de la dette par les fonds propres ou par l'EBITDA.
Environnement	Cadre ou conditions (économiques, financiers, environnementaux) dans lesquels opère une entité.
Évaluation	Évaluation de la valeur d'une propriété par comparaison avec la valeur des propriétés similaires de la région.
Exposition	L'exposition est le niveau de risque auquel le détenteur d'un actif ou d'un titre est confronté en raison de la détention de ce titre ou actif. Dans le cas d'une entreprise, l'exposition peut être liée à une catégorie particulière de produits ou à une clientèle spécifique. L'exposition peut également résulter d'une dépendance excessive d'une seule source de financement. Dans le domaine de l'assurance, le terme fait référence à la vulnérabilité d'une personne physique ou d'une entreprise face aux différents risques.
Fixage	Fixation des cours des matières premières ou d'une devise pour les transactions futures.
Fixation des prix	Processus de détermination du prix d'un titre de créance.
Flexibilité financière	Capacité de la société d'accéder à des sources supplémentaires de financement en capital.
Flux de trésorerie	Tous les mouvements de liquidités ou de leurs équivalents, entrants et sortants. De tels flux résultent des activités d'exploitation, d'investissement et de financement.
Flux de trésorerie d'exploitation	Position nette de trésorerie d'une entreprise sur une période donnée, <i>i.e.</i> l'argent reçu des clients moins les paiements des fournisseurs et du personnel, les frais administratifs, les intérêts payés et les impôts.
Fonds de roulement	Le fonds de roulement fait généralement référence aux ressources qu'une entreprise utilise pour financer ses opérations quotidiennes. Des changements relatifs au fonds de roulement sont évalués pour expliquer les mouvements concernant le solde débiteur en cours et le solde de trésorerie.
Garantie	Engagement écrit d'une personne (le garant) donné à une autre, généralement à une banque (le créancier), d'être responsable de la dette d'un tiers (du débiteur) envers le créancier, en cas de défaut du débiteur.
Garantie	Étendue de la couverture prévue aux termes d'un contrat d'assurance.

Gouvernance d'entreprise	Désigne les mécanismes, les processus et les relations par lesquels les sociétés industrielles et commerciales sont contrôlées et dirigées et dont la finalité est d'assurer l'efficacité, la transparence et la responsabilité d'une entité vis-à-vis de ses parties prenantes.
Hors bilan	Les éléments hors bilan sont des actifs ou des passifs qui n'apparaissent pas dans le bilan d'une entreprise. Ils figurent généralement dans les notes explicatives accompagnant les comptes d'une entreprise.
Hybride	Forme de titre présentant des caractéristiques de différents types de transactions ou de produits.
Immobilisations	Actifs d'une entreprise qui seront utilisés ou détenus pendant plus d'un an. Il s'agit notamment des actifs corporels, tels que les terrains et les équipements, les participations dans des filiales et d'autres investissements, ainsi que des actifs incorporels, tels que le fonds de commerce, la technologie de l'information ou le logo et la marque d'une entreprise.
Insolvabilité	Situation où les passifs d'une entité sont supérieurs à ses actifs.
Institution financière	Entité dont l'activité principale consiste en transactions financières, telles que investissements, prêts et dépôts.
Intérêts	Versements programmés effectués au profit d'un créancier en contrepartie de l'utilisation de l'argent emprunté. Le montant des versements est déterminé par le taux d'intérêt, le montant emprunté ou le principal et par la durée du prêt.
Junior (titre)	Titre dont la priorité de remboursement est inférieure à celle des titres senior.
Juste valeur	La juste valeur d'un titre, d'un actif ou d'une entreprise est la représentation rationnelle de sa valeur. Elle peut être différente du coût ou de la valeur de marché.
LC (Lettre de crédit)	Une lettre de crédit est un engagement d'une banque pour le compte d'une entreprise cliente par lequel elle garantit le paiement si cette entité ne peut honorer ses obligations.
Légal	Requis par ou ayant un rapport avec la loi ou la coutume.
Liquidation	Processus de dissolution d'une société et de distribution de ses actifs. La liquidation peut être forcée ou volontaire. Le terme peut également faire référence à la vente de titres ou à la clôture d'une position longue ou courte sur un marché.
Liquidité	Vitesse avec laquelle les actifs peuvent être convertis en argent comptant. Le terme peut également désigner la capacité d'une entreprise à honorer ses engagements en matière de service de la dette en raison de la présence des actifs liquides tels que l'argent comptant ou les équivalents. La liquidité du marché fait référence à la facilité avec laquelle un titre peut être rapidement vendu ou acheté en grande quantité sans que cela affecte substantiellement son prix de marché.
Liquidités	Fonds pouvant facilement être dépensés ou utilisés pour honorer des obligations courantes.
Location	Cession de terrains, de bâtiments, d'équipements ou d'autres biens par une personne (bailleur) à une autre (locataire) pour une période déterminée moyennant une contrepartie monétaire ou autre, généralement prenant la forme d'un loyer.
Long terme	Non actuel ; généralement correspondant à une durée supérieure à un an.
Loyer	Paieement effectué par le locataire au bénéfice du bailleur pour l'utilisation temporaire d'un bien.
Marché	Évaluation de la valeur d'une propriété par comparaison avec la valeur des propriétés similaires de la région.
Marchés financiers	Segment du système financier dont la finalité est de lever des fonds en négociant des actions, des obligations et d'autres titres de créance à long terme.
Marge	Le sens du terme dépend du contexte. Au sens le plus large, le terme fait référence à la différence entre deux valeurs.
Marge de sécurité	Pourcentage de réduction de la valeur marchande d'un actif. L'ampleur de la marge de sécurité reflète la prévision de la facilité de la vente de l'actif et le niveau probable de réduction de la valeur réalisée nécessaire par rapport à la juste valeur.
Matières premières de base	Matières premières utilisées dans les industries manufacturières ou dans la production de denrées alimentaires. Cette catégorie inclut les métaux, le pétrole, les grains et les céréales, les produits agricoles de base tels que le sucre, le cacao, le thé et le café, ainsi que les huiles végétales.
Maturité	Laps de temps entre l'émission d'une obligation ou d'un autre titre et la date à laquelle son paiement devient exigible dans la totalité.
Moyenne pondérée	Moyenne résultant de la multiplication de chaque composante par un facteur reflétant son importance ou sa taille relative par rapport à un pool d'actifs ou de passifs.
Nantissement	Actif ou droit utilisé comme caution ou gagé en garantie de bonne exécution d'un engagement ou de remboursement d'une dette, confiscable en cas de défaut de paiement ou de non-exécution de l'engagement.
Notation de crédit	Opinion relative à la qualité de crédit d'une entité, d'un titre ou d'un instrument financier, ainsi que d'un émetteur de titres ou d'instruments financiers, assignée grâce au système de classement en catégories de notation bien établi et défini.
Notation de long terme	Une notation de long terme reflète la capacité d'un émetteur à honorer ses obligations financières, notamment le paiement des intérêts et le remboursement de la dette, au cours des trois à cinq années suivantes. Une telle notation comprend une évaluation de la situation financière actuelle de l'organisation et de la manière dont elle peut changer à l'avenir en ce qui concerne le respect des obligations financières à plus long terme.
Notation sur l'échelle internationale	Opinion sur la qualité de crédit par rapport à un pool mondial d'émetteurs ou d'émissions.
Notation sur l'échelle nationale	Les ratings sur l'échelle de notation nationale donnent la mesure de la qualité de crédit des émetteurs et des émissions d'un pays donné.
Notching	Relèvement ou abaissement des notations.
Obligation	Instrument de dette à long terme émis par une entreprise, une institution ou par les pouvoirs publics afin de lever des fonds.
Obligation	Le terme désigne un lien de droit qui existe entre les parties à un accord lorsqu'elles acquièrent réciproquement des droits personnels d'exiger les unes des autres l'exécution de ce qui a été convenu.

Option	Une option donne à l'acheteur ou au détenteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif financier sous-jacent à un prix prédéterminé.
Option de remboursement	Disposition donnant à un émetteur le droit, mais non l'obligation, de racheter un titre avant son échéance à un prix convenu. Le vendeur a l'obligation de vendre le titre si le détenteur de l'option d'achat décide de l'exercer.
Passif	Toutes les créances financières, dettes ou pertes potentielles subies par une personne physique ou par une organisation.
Perte	1. Perte de valeur économique tangible ou intangible, financière ou non financière. 2. Survenance d'un événement garanti par l'assurance (dans le domaine de l'assurance).
Police	Document juridique décrivant les conditions et les modalités de l'assurance délivré par la compagnie d'assurance au souscripteur.
Pondéré	Importance d'une seule obligation par rapport à l'ensemble des obligations. Par exemple, un solde du principal du prêt hypothécaire seul divisé par le solde du principal du pool des prêts hypothécaires.
Prestations	Indemnités et autres services fournis par les compagnies d'assurance aux souscripteurs dans le cadre d'un contrat d'assurance.
Prévision	Calcul ou estimation de futurs événements financiers.
Principal	Montant total emprunté ou prêté, par exemple, la valeur nominale d'une obligation hors intérêts.
Privée (émission)	Émission de titres sans participation au marché, ces titres étant toutefois accessibles à un nombre restreint d'investisseurs. Une telle émission s'effectue à titre privé et non sur le marché libre.
Productive (obligation)	Obligation dont l'exécution s'effectue conformément aux engagements contractuels.
Produit dérivé	Instrument financier dont le rendement est basé sur celui d'un autre actif sous-jacent.
Propriété	Bien meuble ou immeuble.
Provisions	(1) Montant représentant les engagements réels ou potentiels conservés par une compagnie d'assurance pour couvrir les dettes envers les souscripteurs. (2) Montant alloué pour un besoin spécifique. À noter qu'une provision est habituellement une dette et non un fonds supplémentaire. Dans certains cas, les provisions peuvent faire partie de l'actif comme des provisions pour impôts non encore exigibles.
Qualité de crédit	Évaluation de la capacité d'un débiteur à honorer ses dettes.
Rachat	Rachat d'une obligation à la maturité par l'émetteur.
Ratio de couverture du service de la dette	Mesure le rapport entre les liquidités disponibles dans le cadre du service de la dette pour le paiement des intérêts, du principal et des loyers.
Refinancement	Émission d'une nouvelle dette en remplacement d'une dette arrivant à maturité. La nouvelle dette, avec un ensemble de nouvelles conditions mises en place, peut provenir de prêteurs anciens ou nouveaux.
Refinancer	Émettre une nouvelle dette en remplacement d'une dette arrivant à maturité. La nouvelle dette, avec un ensemble de nouvelles conditions mises en place, peut provenir de prêteurs anciens ou nouveaux.
Remboursement	Paiement effectué pour honorer les obligations relatives à une convention de crédit comptabilisées dans l'ordre de couverture suivant : 1) intérêts échus ou impayés ; 2) frais ou charges échus ou impayés et 3) réduction du montant du principal de la dette.
Rente	Un contrat qui prévoit une série de paiements pendant une période déterminée qui peut ou non dépendre de la survie du rentier.
Réseau de distribution (de l'assurance)	Méthode utilisée par la compagnie d'assurance pour vendre ses produits aux souscripteurs.
Résultat	Terme utilisé pour décrire la relation, généralement exprimée en pourcentage ou sous la forme d'un ratio, entre les primes et les sinistres dans le cadre d'un régime, d'une garantie ou des prestations concernant une période donnée.
Revenu	Argent reçu, en particulier sur une base régulière, en contrepartie du travail ou par le biais d'investissements.
Risque	Probabilité d'une incertitude future ( <i>i.e.</i> un écart par rapport aux bénéfices prévus ou à un résultat escompté) qui aura un impact sur les objectifs.
Risque de change	Potentiel de pertes résultant des mouvements défavorables des taux de change.
Risque de crédit	Probabilité ou hypothèse de non-respect par un emprunteur ou par un débiteur de son engagement d'honorer ses dettes. Le risque de crédit peut être subdivisé en risque de crédit actuel (immédiat) et risque de crédit potentiel (différé).
Risque de défaut	Possibilité qu'un émetteur d'obligations ou tout autre emprunteur (notamment les débiteurs/créanciers) fasse défaut et ne paie pas le principal et les intérêts à échéance.
Risque de liquidité	Le risque pour une entreprise de ne pas être en mesure de faire face à ses engagements financiers ou à d'autres besoins opérationnels de trésorerie en raison de son incapacité à transformer à temps ses actifs en liquidités. En ce qui concerne les titres, le risque d'impossibilité de négocier un instrument financier à son prix de marché en raison de la taille, de la structure ou de l'efficacité du marché.
Risque pays	Éventail des risques découlant des conditions politiques, juridiques, économiques et sociales d'un pays générant des impacts négatifs auxquels sont exposés les investisseurs et les créanciers dans ce pays et qui peuvent également induire des effets négatifs sur les institutions financières et sur les emprunteurs dans ce pays.
Risque total	Ensemble des risques systématiques et non systématiques.
Senior (titre)	Titre qui a une priorité de remboursement plus élevée que les titres juniors.

Service (de la dette)	Processus comprenant le calcul des intérêts et des remboursements, la collecte des remboursements, l'avance sur prêts, les procédures de saisie, la tenue des registres et la garantie du transfert des fonds à la partie concernée dans le cadre de chaque prêt.
Sociétés d'investissement immobilier cotée (REIT)	Une REIT est une société qui possède ou finance des biens immobiliers productifs de revenus. Les REIT font l'objet de dispositions fiscales spécifiques et, en règle générale, distribuent la totalité de leur revenu imposable sous la forme de versements aux actionnaires.
Taux de change	Valeur de la monnaie d'un pays exprimée en monnaie d'un autre pays.
(Taux de) couverture des frais financiers	Un taux de couverture des frais financiers est une mesure des intérêts payés par une entreprise par rapport à ses bénéfices. Il est calculé en divisant le résultat d'exploitation d'une entreprise par le montant des intérêts payés au cours d'une période donnée.
Titre	Un des instruments variés utilisés sur le marché financier pour lever des fonds.
Trust	Tiers qui, conformément au contrat de fiducie, agit dans le meilleur intérêt d'une autre partie, généralement des investisseurs. Propriétaire d'un véhicule de titrisation agissant dans le meilleur intérêt des détenteurs de titres.

CERTAINES LIMITATIONS, CONDITIONS D'UTILISATION ET CLAUSES D'EXCLUSION RESPONSABILITÉ S'APPLIQUENT À TOUTES LES NOTATIONS DE CRÉDIT ÉMISES PAR GCR. VEUILLEZ EN PRENDRE CONNAISSANCE EN SUIVANT LE LIEN : [HTTP://GCRRATINGS.COM](http://GCRRATINGS.COM). EN OUTRE, LES ÉCHELLES DE NOTATION ET LES DÉFINITIONS PEUVENT ÊTRE CONSULTÉS SUR LE SITE INTERNET PUBLIC DE GCR À L'ADRESSE [WWW.GCRRATINGS.COM/RATING\\_INFORMATION](http://WWW.GCRRATINGS.COM/RATING_INFORMATION). LES NOTES, CRITÈRES ET MÉTHODOLOGIES PUBLIÉS SONT DISPONIBLES À TOUT MOMENT SUR CE SITE. LE CODE DE BONNE CONDUITE, LES INFORMATIONS RELATIVES À LA CONFIDENTIALITÉ, AUX CONFLITS D'INTÉRÊTS, À LA CONFORMITÉ ET AUX AUTRES POLITIQUES ET PROCÉDURES PERTINENTES DE GCR SONT ÉGALEMENT DISPONIBLES SUR LEDIT SITE.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT ÉMISES ET LES OUVRAGES DE RECHERCHE PUBLIÉS PAR GCR SONT L'EXPRESSION DES OPINIONS DE L'AGENCE, À LA DATE D'ÉMISSION OU DE PUBLICATION, SUR LE RISQUE DE CRÉDIT FUTUR CONCERNANT DES ENTITÉS, LEURS ENGAGEMENTS DE CRÉDIT OU LEURS TITRES DE CRÉANCE OU TITRES ANALOGUES. GCR DÉFINIT LE RISQUE DE CRÉDIT COMME LE RISQUE D'UN POSSIBLE NON-RESPECT PAR UNE ENTITÉ DE SES ENGAGEMENTS CONTRACTUELS ET/OU FINANCIERS À LEUR ÉCHÉANCE. LES NOTATIONS DE CRÉDIT NE PRENNENT EN CONSIDÉRATION AUCUN AUTRE RISQUE, NOTAMMENT, LE RISQUE D'ESCROQUERIE, LE RISQUE DE LIQUIDITÉ, LE RISQUE DE MARCHÉ OU LE RISQUE DE VOLATILITÉ DES PRIX. LES NOTATIONS DE CRÉDIT ET LES OPINIONS FIGURANT DANS LES PUBLICATIONS DE GCR NE SONT PAS DES CONSTATATIONS DES FAITS ACTUELS OU PASSÉS. LES NOTATIONS DE CRÉDIT ET LES PUBLICATIONS DE L'AGENCE NE SONT PAS ET NE CONTIENNENT PAS DE CONSEILS EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT OU DE FINANCE, ELLES NE CONTIENNENT PAS ET NE SONT PAS DES RECOMMANDATIONS D'ACHAT, DE VENTE OU DE DÉTENTION DE TITRES PARTICULIERS. LES NOTATIONS DE CRÉDIT ASSIGNÉES PAR L'AGENCE AUSSI BIEN QUE SES PUBLICATIONS NE CONTIENNENT PAS D'OBSERVATIONS SUR LA PERTINENCE D'UN INVESTISSEMENT POUR UN INVESTISSEUR PARTICULIER. GCR ÉMET SES NOTATIONS DE CRÉDIT ET PUBLIE SES OUVRAGES EN ESPÉRANT ET EN CONSIDÉRANT QUE CHAQUE INVESTISSEUR PROCÉDERA À SES PROPRES ANALYSE ET ÉVALUATION DE CHAQUE TITRE DONT IL ENVISAGE L'ACHAT, LA DÉTENTION OU LA VENTE.

COPYRIGHT © 2019 PAR GCR. AUCUN CONTENU PUBLIÉ PAR GCR NE PEUT ÊTRE COPIÉ OU REPRODUIT AUTREMENT NI DIVULGUÉ, EN TOUT OU EN PARTIE, SOUS QUELQUE FORME OU MANIÈRE NI PAR QUELQUE MOYEN QUE CE SOIT, PAR QUI QUE CE SOIT, SANS AUTORISATION ÉCRITE PRÉALABLE DE L'AGENCE. Les notations de crédit sont sollicitées par ou pour le compte de l'émetteur de l'instrument pour lequel la note est émise, et GCR est rémunérée pour l'assignation de ses ratings. Les sources d'information utilisées dans le cadre de la préparation des notations figurent dans chaque rapport de notation de crédit et/ou notification de notation et comprennent les éléments suivants : les parties impliquées dans les notations et les données publiques. Toutes les informations utilisées dans le cadre de la préparation des notations sont obtenues par GCR à partir de sources légitimement considérées comme exactes et fiables. Bien que GCR mette constamment tout en œuvre pour s'assurer de la véracité des informations sur lesquelles elle s'appuie à un moment donné, l'agence n'offre aucune garantie quant à la justesse de ces données et ne pourrait en aucun cas être tenue responsable de l'exactitude de telles informations. GCR adopte toutes les mesures adéquates pour s'assurer du niveau de qualité suffisant des informations qu'elle utilise pour assigner une notation de crédit et du fait que de telles données soient obtenues à partir de sources que l'agence, agissant de manière appropriée, considère comme fiables, notamment, le cas échéant, de sources indépendantes. Cependant, GCR ne peut pas dans tous les cas procéder à une vérification ou validation indépendante des données reçues au cours du processus de la notation. En aucun cas GCR ne pourra être tenue responsable envers une personne physique ou morale pour (a) toute perte ou dommage subi par ladite personne physique ou morale causé par, résultant de ou lié à une erreur commise par l'agence, que ce soit par négligence (notamment par négligence grave) ou d'une autre manière, ou en raison de toute autre circonstance ou cas imprévu hors du contrôle de GCR ou de l'un de ses administrateurs, dirigeants, employés ou agents concernés par l'acquisition, la collecte, la compilation, l'analyse, l'interprétation, la communication, la publication ou la livraison de telles informations, ou pour (b) tous dommages directs, indirects, spéciaux, consécutifs, compensatoires ou accessoires de quelque nature que ce soit (notamment pour les pertes de profit) subis par ladite personne physique ou morale, du fait de l'utilisation ou de l'incapacité d'utiliser de telles informations. Les notations, l'analyse des états financiers, les projections et autres observations, le cas échéant, faisant partie des informations contenues dans chaque rapport de notation de crédit et/ou notification de notation sont, et doivent être interprétées uniquement comme des expressions d'opinion et non comme des constatations des faits ou des recommandations d'achat, de vente ou de détention de titres. Chaque utilisateur de données contenues dans chaque rapport de notation de crédit et/ou notification de notation est tenu de procéder à ses propres analyse et évaluation de chaque titre dont il envisage l'achat, la détention ou la vente. AUCUNE GARANTIE, EXPLICITE OU IMPLICITE, QUANT À L'EXACTITUDE, À L'OPPORTUNITÉ, À L'EXHAUSTIVITÉ, À LA QUALITÉ MARCHANDE OU À L'ADÉQUATION À TOUT OBJECTIF PARTICULIER DE TELLES NOTATIONS OU AUTRES OPINIONS OU INFORMATIONS N'EST DONNÉE OU FORMULÉE PAR GCR SOUS QUELQUE FORME OU DE QUELQUE MANIÈRE QUE CE SOIT.