

Société Nationale des Chemins de fer Français (SNCF)

Rapport de notation

Notes de défaut émetteur (IDR)

Devises

Long terme	AA+
Court terme	F1+

Perspectives

IDR long terme	Stable
----------------	--------

Données financières

SNCF (consolidé à l'échelle du groupe)

(EURm)	31 déc 13	31 déc 12
Chiffre d'affaires	32 232	32 225
EBITDA opérationnel	3 921	3 904
EBITDA/chiffres d'affaires (%)	12,2	12,1
Flux de trésorerie opérationnel	2 660	2 562
Cash flow libre	-386	1 679
Dette totale brute	17 838	20 187
Dette totale nette ^a	7 391	7 521
Dette totale nette/EBITDA (x)	1,88	1,93
Créances CDP	1 684	2 861
Créances RFF	1 221	1 654

^a Dette brute totale, nette de la trésorerie et des équivalents de trésorerie, des créances sur la CDP, sur RFF et des autres créances financières

Fondamentaux des notes

Un fort soutien, une importance stratégique : Les notes reflètent la forte probabilité de soutien dont SNCF bénéficie de la part de l'Etat français (AA+/Stable) au regard de son statut d'établissement public à caractère industriel et commercial (EPIC). Les notes sont alignées sur celles de l'Etat français en raison du fort soutien attendu de celui-ci en cas de besoin, de la surveillance étroite exercée par ce dernier et de son rôle stratégique dans la politique nationale en matière de transport. La perspective stable reflète celle de la France.

Un fort soutien de l'Etat : Fitch considère que SNCF devrait bénéficier, de par son statut d'EPIC, d'un fort soutien de l'Etat en cas de besoin. Bien que le gouvernement français n'ait aucune obligation légale de prévenir un défaut, Fitch suppose qu'il existe une très forte incitation à cet égard et qu'il a les moyens juridiques de permettre à l'EPIC de satisfaire en temps utile à ses obligations concernant le service de la dette.

Réforme ferroviaire: Le projet de loi portant réforme du secteur ferroviaire vise à créer un gestionnaire d'infrastructure unifié par la fusion de la division infrastructures de SNCF avec Réseau Ferré de France (RFF, AA+/Stable). SNCF, en tant qu'exploitant du réseau, demeurera une entité distincte, mais devrait être placée, avec RFF, sous l'autorité d'un EPIC « de tête ». SNCF conservera son statut d'EPIC.

Ouverture à la concurrence : Fitch reconnaît que la dérégulation croissante des activités de SNCF pourrait rendre un soutien de l'Etat plus difficile, la réglementation européenne relative aux aides d'Etat n'autorisant pas le soutien automatique à un EPIC à des fins de renflouement de filiales menant des activités concurrentielles. Cependant, Fitch considère la probabilité d'un tel renflouement comme faible et estime que SNCF devrait bénéficier, au moins jusqu'en 2016, d'un niveau suffisant de réserves.

Une activité stable en 2013 : Le groupe SNCF a dégagé un chiffre d'affaires stable de 32,2 milliards d'euros à fin 2013, malgré le repli des activités de fret et de transport à grande vitesse de voyageurs. Les charges d'exploitation ont enregistré une progression modérée et l'EBITDA demeure solide à 3,9 milliards d'euros. Cependant, du fait d'une dépréciation comptable des actifs TGV de 1,4 milliard d'euros, SNCF a enregistré un résultat net négatif de 180 millions d'euros, contre un excédent de 376 millions d'euros en 2012.

Une dette brute élevée, des liquidités suffisantes : A fin 2013, la dette brute atteignait 17.8 milliards d'euros. Nette de la trésorerie et des équivalents de trésorerie, des créances sur la CDP, sur RFF et des autres créances financières, la dette nette du groupe représentait 1,9 fois l'EBITDA en 2013, soit son niveau de 2012. A fin 2013, la liquidité de SNCF était constituée de 5,1 Mds d'euros de disponibilités et d'équivalents de trésorerie, de 1,7 Md d'euros de créances sur la Caisse de la Dette Publique (CDP) et de 1,1 Md de lignes de trésorerie.

Facteurs de sensibilité des notes

Une dégradation de la note souveraine, un changement de statut : Toute action affectant les notes du souverain devrait se répercuter sur les notes de SNCF. Tout changement de statut d'EPIC avec un moindre soutien de l'Etat pourrait entraîner un abaissement des notes.

De moindres réserves de liquidité : Les notes de SNCF pourraient également être abaissées si les réserves de liquidité se réduisaient à un niveau insuffisant pour couvrir près de deux ans de service de la dette.

Rapports associés

France (June 2014)

Analystes

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

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

Nicolas Painvin
+33 1 44 29 91 28
nicolas.painvin@fitchratings.com

Historique des notes

Date	IDR long terme devises	IDR long terme monnaie locale
1999	AAA	AAA
2014	AA+	AA+

Facteurs de soutien des entités du secteur public

Profil et vue d'ensemble

SNCF est l'un des principaux opérateurs mondiaux de transport ferroviaire de voyageurs et de marchandises en Europe et a le monopole du transport de voyageurs en France. SNCF est un établissement public à caractère industriel et commercial (EPIC) disposant de l'autonomie juridique et financière. Elle est entièrement détenue par l'Etat français. En plus de ses activités de transport ferroviaire, SNCF contrôle un ensemble de filiales opérant sur des marchés dérégulés dans le domaine du transport de voyageurs, de marchandises et de la logistique ainsi que l'ingénierie. Les différentes activités de l'EPIC ainsi que ses filiales sont organisés en cinq branches d'activité, qui forment le groupe SNCF. Ce dernier emploie 250 000 personnes, dont 150 000 au sein de l'EPIC.

Statut juridique

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

En tant qu'EPIC, SNCF ne peut pas être soumise aux procédures de liquidation de droit commun, ni faire faillite. En cas de dissolution de l'EPIC, ses actifs et engagements seraient transférés à l'Etat ou à une autre personne publique. Cependant, la dette d'un EPIC n'est pas explicitement garantie par l'Etat. Une procédure de sauvetage nécessiterait l'aval du Parlement, néanmoins, un renflouement rapide serait probable pour une entité stratégique telle que SNCF.

Fitch ne s'attend pas à un changement du statut juridique de SNCF à moyen terme.

Importance stratégique

Fitch considère l'importance stratégique de SNCF pour l'Etat comme un élément prépondérant de son profil de crédit.

SNCF bénéficie d'une position dominante et d'une importance stratégique, socio-économique et politique au sein du secteur français des transports. SNCF est également un outil majeur de la politique gouvernementale en matière de développement économique et d'aménagement du territoire.

Contrôle et surveillance par l'Etat

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

Le contrôle exercé par l'Etat est assuré par la forte représentation de ce dernier au conseil d'administration de SNCF ainsi que par la nomination du président du conseil d'administration par décret. Ces fonctions sont actuellement occupées par M. Guillaume Pépy, qui a été reconduit en février 2013 pour un nouveau mandat de cinq ans. Sur les 18 membres du conseil d'administration, 7 sont des représentants de l'Etat, 5 sont des administrateurs choisis en fonction de leurs compétences personnelles, les 6 restants étant des représentants des salariés.

SNCF est soumis au contrôle de la Cour des comptes et ses activités sont régulées par l'Autorité de régulation des activités ferroviaires (ARAF). Le groupe est tenu de fournir aux ministères actionnaires (ministère des Finances, par l'intermédiaire de l'Agence des participations de l'Etat) un rapport d'activité annuel. Siégeant au conseil d'administration, les ministères actionnaires assurent un suivi régulier de l'activité de SNCF.

Intégration

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

Critères applicables

[Rating of Public Sector Entities \(March 2014\)](#)

[Tax-Supported Rating Criteria \(August 2012\)](#)

La dette de SNCF n'est pas consolidée comme dette publique par les règles de comptabilité européenne. Malgré tout, l'intégration au secteur public au sens large est importante : toutes les régions françaises contribuent de manière notable aux investissements ferroviaires, par l'acquisition ou la rénovation de matériel roulant et l'augmentation des fréquences du service.

La commande publique auprès de SNCF représentait 10 milliards d'euros en 2013 tandis que les subventions d'exploitation et d'investissement reçues de l'Etat et des collectivités locales se montaient à 1,03 milliard d'euros.

Illustration n°1

Commande publique et contribution financière du secteur public

(EURm)	2009	2010	2011	2012	2013
Commande de RFF	4,333	4,411	4,631	4,960	5,174
Commande des régions et du STIF	3,854	3,959	4,210	4,268	4,306
Commande de l'Etat	254	262	443	530	495
Total de la commande publique	8,441	8,632	9,285	9,757	9,975
Subventions de fonctionnement – Etat	42	59	49	36	99
Versements et subventions d'investissement – régions	1,131	926	325	700	931
Total des subventions et contributions	1,173	985	374	736	1,030

Source : Fitch, SNCF

Capacité de soutien de l'Etat

Fitch considère la forte capacité de soutien de l'Etat comme un élément essentiel du profil de crédit de SNCF. Compte tenu du rôle important joué par SNCF dans les politiques nationales de transport et d'aménagement ainsi que la part toujours prépondérante du chiffre d'affaires généré par les activités régulées et de service public, la probabilité que l'Etat mette en place un soutien rapide en cas de besoin est forte.

Fitch considère que le soutien de l'Etat en cas de besoin devrait être important. La loi du 16 juillet 1980 rend l'Etat responsable en dernier ressort des engagements de ses EPIC : si cela est ordonné par un juge administratif, l'Etat est tenu de mobiliser toutes les ressources nécessaires pour assurer le remboursement de la dette d'un EPIC. Bien que l'Etat n'ait pas d'obligation légale d'empêcher un défaut, Fitch considère qu'il serait fortement incité à le faire et qu'il dispose des moyens légaux et financiers de permettre à l'EPIC d'assurer le service de sa dette en temps voulu.

La réglementation communautaire sur les aides d'Etat ne permet pas le versement d'avances de trésorerie à des entités opérant sur des marchés dérégulés. Dans ce cas, un soutien de liquidité extraordinaire pourrait être considéré comme une aide d'Etat illicite. Cependant, la majorité des activités de SNCF (environ 60% du chiffre d'affaires du groupe) ne sont toujours pas concernées par les règles de la concurrence ou sont conduites pour le compte d'autorités publiques (Etat, régions) et ne sont donc pas soumises à la réglementation européenne sur les aides d'Etat.

Fitch estime que SNCF devrait être progressivement exposée à la concurrence, ce qui rendrait moins probable l'éventualité d'une aide d'Etat. Cependant, SNCF a adapté sa politique de financement de ses filiales de façon à ce qu'elle ne contrevienne pas à la réglementation communautaire sur les aides d'Etat, la dette contractée au niveau de l'EPIC destinée aux activités concurrentielles étant refacturée au prix de marché.

Malgré les incertitudes relatives à un soutien de liquidité rapide de la part du gouvernement, l'agence prend en compte la possibilité d'un soutien financier indirect par l'intermédiaire de la Caisse de la dette publique (CDP), un établissement public administratif dépendant de l'Etat. En accord avec ses missions et statuts, la CDP peut effectuer toutes les opérations concourant à assurer la liquidité de l'Etat ou de ses EPIC, notamment par l'acquisition des titres de créances que ces derniers pourraient émettre.

Par ailleurs, SNCF détient 1,499 milliard (nominal) d'euros de créances de la CDP en 2014. En principe, cette créance permettrait à la CDP de surmonter les obstacles réglementaires du régime des aides d'Etat en classant comme un remboursement anticipé de la dette due à SNCF un décaissement auprès de celle-ci. Si l'apurement de la créance SNCF se fait selon un calendrier prédéterminé, la CDP serait en mesure d'en accélérer les remboursements.

Illustration n°2

Créances de la SCNF sur la CDP – Calendrier de remboursement

Mio EUR	2013	2014	2015	2020	2023
A recevoir	1,177	0	92	500	907
Stock à fin d'année	1,499	1,499	1,407	907	0

Source : Fitch, d'après SNCF

Nous considérons que SNCF bénéficie d'un lien très étroit avec son autorité de tutelle. En cas de nécessité, Fitch s'attend à une intervention rapide du gouvernement permettant à SNCF de faire face à ses obligations, en particulier eu égard à la grande quantité de dette qu'elle a émise sur les marchés internationaux et à son importance stratégique.

Evaluation des facteurs de soutien

Au regard des facteurs susmentionnés, Fitch classe SNCF parmi les entités dépendantes du secteur public (*Public Sector Entities, PSE*) et lui applique par conséquent sa méthodologie de notation relative aux PSE. La note de SNCF prend en compte son fort statut juridique, le contrôle dont elle fait l'objet par son autorité de tutelle, l'Etat et la capacité de celui-ci à lui apporter un soutien financier, son importance stratégique et, dans une moindre mesure, son niveau d'intégration modéré. Par conséquent, les notes attribuées à SNCF se situent au même niveau que celles de la France et leur sont liées.

Réforme ferroviaire

Les activités de l'EPIC SNCF sont celles d'opérateur du transport ferroviaire, les activités de gestion des infrastructures étant confiées à un autre EPIC, Réseau Ferré de France (RFF, AA+/stable/F1+), propriétaire du réseau ferroviaire français. En pratique, ce dernier délègue la gestion du réseau à SNCF en échange d'une rémunération.

Le projet de loi sur la réforme ferroviaire pourrait aboutir à la création, au 1^{er} janvier 2015, d'un gestionnaire d'infrastructure unique (GIU) regroupant RFF et la division Infra de SNCF, nommé « SNCF Réseau ». SNCF resterait alors en charge des seules activités de transport sous le nom « SNCF Mobilités ». SNCF Réseau et SNCF Mobilités conserveraient leur statut d'EPIC et seraient placés sous la supervision d'un autre EPIC « de tête », appelé « SNCF », qui serait en charge de la stratégie, de la définition des objectifs, de la performance financière et des sujets sociaux du groupe. Cette entité serait en retour contrôlée par un conseil de surveillance auquel siègeraient les présidents de Réseau et de Mobilités, de même que des représentants des régions françaises, en tant qu'autorités organisatrices de transports, et des représentants du personnel. Le gouvernement français conserverait cependant la majorité des sièges.

La fourniture d'un accès non discriminatoire au réseau conforme à la législation européenne serait assurée par le régulateur ferroviaire ARAF, qui se verrait confier des pouvoirs accrus, y compris la réglementation des activités de gestion des infrastructures du GIU.

Activités

Internationalisation

La dépendance de SNCF aux marchés internationaux s'est accrue ces dernières années, la part du chiffre d'affaires du groupe généré hors de France étant passée de 20% à 25% entre 2010 et 2013. La branche SNCF Proximités constitue le deuxième plus important opérateur de transports publics au monde. SNCF Geodis, joue un rôle de leader en Europe en termes de transport de marchandises et logistique.

Un contexte concurrentiel limité mais qui devrait se renforcer

En tant qu'EPIC, SNCF a une mission de service public, celle de fournir un accès au transport ferroviaire au plus grand nombre possible de personnes. Cependant, elle est confrontée à une mise en concurrence progressive en vertu de la législation européenne.

Les deux premiers paquets ferroviaires (adoptés en 1998 et 2004 respectivement), ont ouvert à la concurrence les activités de transport ferroviaire de marchandises. Les entreprises concurrentes détiennent aujourd'hui 29% du marché du transport ferroviaire de marchandises.

Le troisième paquet ferroviaire, adopté en 2007, a ouvert à la concurrence le marché du transport international de voyageurs, permettant ainsi aux entreprises étrangères d'opérer en France. Cependant, les liaisons internationales représentent seulement une petite partie du réseau ferroviaire et sont des extensions des lignes desservant les zones les plus peuplées. Jusqu'à présent, seul un opérateur franco-italien, Thelo, a mis en place des liaisons ferroviaires de nuit, avec une incidence mineure sur le chiffre d'affaires de SNCF.

Le quatrième paquet ferroviaire devrait conduire à l'ouverture du marché intérieur de transport de voyageurs, au plus tard en 2022. Les liaisons non rentables ne devraient pas tomber dans le champ de cette réglementation, mais dans celle du règlement 1370/2007 en accord avec la notion communautaire d'obligation de service public (OSP).

Cependant, le coût d'entrée du marché du transport intérieur de voyageurs français est élevé et nécessiterait pour les concurrents d'importants investissements. Notamment, il faudrait disposer de trains à grande vitesse, à forte intensité capitalistique, pour venir concurrencer SNCF sur les principaux axes du pays, étant entendu par ailleurs que le coût des péages donnant accès au réseau ferroviaire est un frein considérable à la mise en place d'une nouvelle activité de transport de voyageurs. Les normes techniques exigent par ailleurs que seulement une certaine catégorie de matériel roulant puisse utiliser le réseau français. En tant que leader mondial du train à grande vitesse, SNCF bénéficie d'un avantage technique considérable (notamment en matière de maintenance) et d'un fort savoir-faire commercial.

La libéralisation du transport ferroviaire régional de voyageurs ne résulte pas de l'application des directives des paquets ferroviaires mais du règlement OSP du 3 décembre 2007. Ce dernier autorise les régions, en tant qu'autorités organisatrices de transports, à s'adresser à des opérateurs concurrents de SNCF à l'issue d'une période transitoire de 10 ans à partir de l'entrée en vigueur du règlement le 3 décembre 2009.

Le Parlement Européen a depuis décidé, à l'occasion du vote du quatrième paquet ferroviaire de reculer à 2022 la date d'ouverture à la concurrence pour les marchés publics. La date a été depuis reculée à 2023. Jusqu'à cette date SNCF demeure l'unique opérateur *de facto* concernant le transport régional. Alors, les régions pourraient être prêtes à organiser des appels d'offres.

Cependant, un changement d'opérateur pourrait comporter plusieurs difficultés juridiques, la plupart des trains régionaux étant d'un point de vue strictement juridique la propriété de SNCF.

Performance financière

SNCF présente ses comptes de façon consolidée, regroupant le champ de l'EPIC et celui de ses filiales. Près de 63 % du chiffre d'affaires du groupe était généré par l'EPIC en 2013.

Même si une attention particulière est portée à l'EPIC, les comptes étudiés sont consolidés et intègrent l'ensemble des filiales du groupe.

2013 : stabilisation du chiffre d'affaires dans un contexte contraint

La crise économique a pesé sur la performance opérationnelle de SNCF. A fin 2013, le chiffre d'affaires total du groupe atteignait 32,2 milliards d'euros, un volume stable par rapport à 2012

(+0,5 %) malgré le repli de l'activité des branches SNCF Geodis, dans un contexte de récession pour le fret ferroviaire en Europe, et SNCF Voyages (-1,4%). Cette dernière a pâti de la baisse globale du trafic due au renforcement de la concurrence intermodale (liaisons aériennes à bas coût, covoiturage). Les autres divisions du groupe ont fait preuve de résistance, notamment l'ingénierie, la gestion d'infrastructure et le transport régional de voyageurs.

Illustration n°3

Chiffre d'affaires du groupe SNCF par branches

	31 déc. 2013		31 déc. 2010	
	(EURm)	(%)	(EURm)	(%)
SNCF Voyages	6,831	21,2	7,217	23,6
SNCF Proximités	11,964	37,1	10,770	35,3
SNCF Geodis	9,141	28,4	8,890	29,2
SNCF Infra	5,521	17,1	5,182	17,0
Gares et Connexions	1,185	3,7	1,134	3,7
Fonctions communes	5,475	17,0	5,021	16,5
Eliminations interbranches	-7,884	-24,5	-7,748	-25,4

Source : SNCF, Fitch

Le groupe a affiché un EBITDA retraité solide de 3,9 milliards d'euros, ou 12% du chiffre d'affaires 2013. Cela résulte essentiellement du contrôle exercé sur les dépenses de fonctionnement, les achats et charges externes et autres produits et charges s'étant repliés de 3,3 %, notamment sous l'effet, cette année-là, du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE).

En 2013, SNCF a été tenue d'inscrire une dépréciation comptable des rames TGV de 1,4 milliard d'euros, de façon à compenser la perte de valeur des actifs de l'unité de gestion de trésorerie « TGV France et Europe (à l'exclusion d'Eurostar) ». Cependant, un produit net de 546 millions d'euros est réintégré au titre des dépréciations d'actifs de la branche SNCF Infra.

Le groupe a affiché un résultat net négatif de 180 millions d'euros, contre un résultat net positif de 376 millions d'euros en 2012. Près de 81% de la baisse du résultat net en 2013 est attribuable à des éléments non récurrents tels que les dépréciations d'actifs. SNCF a versé 209 millions d'euros de dividendes à l'Etat.

Les dépenses d'investissement, nettes des subventions d'investissement reçues, ont atteint 2,2 milliards d'euros en 2013. SNCF est engagée dans un important programme d'investissement, les dépenses d'investissement étant principalement consacrées à l'acquisition et la rénovation du matériel roulant ainsi qu'à la rénovation de gares. Les dépenses d'investissement pourraient atteindre 2,3 milliards d'euros en 2014.

Pour 2014, Fitch prévoit une légère progression du chiffre d'affaires, la légère reprise économique pouvant contrebalancer en partie la pression croissante sur les finances publiques, un alourdissement de l'imposition sur l'activité de transport de voyageurs et des péages. Bien que la reprise dans le domaine du transport de voyageurs et de marchandises devrait être modérée, le développement international de SNCF Infra et de la filiale Keolis représente un relais de croissance de plus en plus important. Sur le volet des dépenses, la démarche de performance opérationnelle et industrielle engagée par SNCF a pour objectif une amélioration de la marge opérationnelle de 1,3 milliard d'euros en année pleine à échéance 2020. En complément, un plan de performance transverse lancé début 2013 devrait générer, selon les estimations de SNCF, une économie de 700 millions d'euros sur la structure des coûts dès 2015.

Fitch considère la volonté de SNCF de rétablir sa rentabilité comme un facteur positif. Cependant, l'agence pense que la rentabilité de SNCF demeurera sous pression à moyen terme.

Dettes et liquidité

Dettes

La dette brute totale consolidée du groupe atteignait 17,8 milliards d'euros à fin 2013, contre 20,4 milliards fin 2012. Le ratio dette/EBITDA opérationnel s'est amélioré sensiblement, passant à 4,6x, contre 5,2x en 2012. Près de 85% de la dette du groupe est portée par l'EPIC. Nette de la trésorerie et des équivalents de trésorerie, des créances sur la CDP, sur RFF et des autres créances financières, la dette nette du groupe se montait à 7,4 milliards d'euros à fin 2013, contre 7,5 milliards un an plus tôt. La dette nette représentait 1,9x de l'EBITDA.

La majeure partie du stock de dette (74,6%) est constituée d'obligations, les prêts bancaires comptant pour 14,6% du total et les dettes de location-financement pour 10,8%. A fin 2013, 67,6% de l'encours total était indexé sur un taux fixe.

SNCF compte 3,6 milliards d'euros de dettes de trésorerie et de trésorerie passive, essentiellement sous la forme d'émissions de titres de créances négociables, un niveau adéquat au regard des 5,1 milliards d'euros de trésorerie et équivalents de trésorerie.

Liquidité

Le profil de liquidité de SNCF était adéquat à fin 2013, avec 5,1 milliards d'euros de disponibilités et les équivalents de trésorerie, mais aussi 1,7 milliard d'euros de créances sur la CDP (hors intérêts). A fin 2013, les réserves de trésorerie, les équivalents de trésorerie, le montant des créances de la CDP, y compris intérêts, couvraient le service de la dette à court terme à hauteur de 490 %, contre 391% fin 2012. De plus, SNCF dispose d'une créance auprès de RFF (hors intérêts), d'un montant de 1,2 milliard d'euros à fin 2013.

Les principaux besoins de trésorerie en 2014 concernent le remboursement de la dette et les dépenses d'investissement qui, n'étant pas intégralement compensées par le flux de trésorerie opérationnel ou les ventes d'actifs, pourraient générer un cash-flow libre négatif. Fitch prévoit que le cash-flow libre demeure négatif au moins jusqu'en 2015, du fait des importantes dépenses d'investissement prévues.

SNCF dispose d'un programme d'Euro Commercial Paper d'un montant maximal de 2 milliards d'euros et d'un programme de billets de Trésorerie de 3 milliards d'euros. Outre ses réserves de liquidité, les éléments de *back-up* des émissions de dette à court terme consistent principalement en des avances que le Trésor Public pourrait, en cas de besoin, accorder à SNCF au titre de ses activités non concurrentielles.

Engagements hors bilan

Les engagements hors bilan de SNCF sont importants et atteignaient 13,5 milliards d'euros en 2013 (contre 14,2 milliards en 2012). Ils consistaient pour une grande partie en engagements d'acquisition de matériel ferroviaire (39,9% du total), d'autres engagements d'acquisition (12,1%) et des contrats de location (18,8%). A la même date, les engagements reçus totalisaient 7,6 milliards d'euros. Le groupe n'est impliqué dans aucun contentieux juridique d'importance.

Illustration n°4

Calcul de la dette nette – groupe SNCF

(EURm)	31 déc. 13
Total dette brute	17,837
Créance RFF	1,221
Créance CDP	1,684
Actifs financiers à la juste valeur par le résultat	256
Dérivés d'actifs	1,134
Autres actifs financiers	1,092
Trésorerie et équivalents	5,060
Total dette nette	7,391

Source: Fitch

Annexe A

Illustration 6

SNCF – Compte consolidés

(EURm)	2009	2010	2011	2012	2013
Compte de résultat					
Recettes de transport^a	16 441	21 834	23 360	22 468	22 257
Charges de personnel	-10 415	-12 154	-12 603	-12 825	-13 063
Amortissement et dépréciation	-1 344	-1 534	-1 686	-1 449	-1 553
Autres recettes et dépenses d'exploitation	-13 086	-14 566	-16 724	-15 862	-16 385
Résultat d'exploitation avant recettes publiques	-8 404	-6 420	-7 653	-7 668	-8 744
Recettes publiques	8 441	8 632	9 285	9 757	9 975
Résultat d'exploitation après recettes publiques	37	2 212	1 632	2 089	1 231
Produits financiers	564	465	656	801	432
Charges financières	-867	-823	-1 014	-1 251	-731
Résultat courant	-266	1 854	1 274	1 639	932
Produits exceptionnels sur actif immobilisé	432	268	293	207	180
Autres produits et dépenses non courantes	-11	-259	-42	32	-8
Résultat courant avant impôt	155	1 863	1 525	1 878	1 104
Impôts	-1 135	-1 167	-1 399	-1 503	-1 283
Résultat net	-980	696	126	375	-179
Bilan					
Actif					
Immobilisations corporelles	15 600	16 975	16 658	15 396	15 007
Immobilisations incorporelles	605	1 430	1 416	1 347	1 260
Autres actifs long terme	2 307	3 074	3 282	3 378	3 406
Long-term investments	6 850	7 049	6 265	5 243	5 461
Stock	806	905	907	990	1 018
Créances commerciales	5 825	6 517	6 837	7 649	7 493
Autres actifs courants	3 530	2 729	2 795	3 181	1 119
Trésorerie et équivalents de trésorerie	4 101	4 708	3 902	5 291	5 060
Total actif	39 624	43 387	42 062	42 475	39 824
Passif					
Passif long terme	2 865	3 170	2 999	3 015	3 156
Charges de retraite	0	0	0	0	0
Dettes long terme	14 887	16 386	15 521	15 107	14 235
Dettes commerciale	8 485	10 197	10 711	12 133	12 057
Autre dette court terme	321	292	351	24	4
Dettes financière court terme	6 464	5 985	5 418	5 079	3 603
Capitaux propres	6 596	6 985	7 058	7 117	6 769
Réserves	6	372	4		
Total Passif	39 624	43 387	42 062	42 475	39 824
Dettes					
Dettes court terme ^b	6 464	5 985	5 417	5 079	3 603
Dettes long terme ^b	14 887	16 386	15 522	15 107	14 234
Total dette^b	21 351	22 371	20 939	20 186	17 837
Autre dette reclassée par Fitch					
Total risque	21 351	22 371	20 939	20 186	17 837
Trésorerie	4 101	4 708	3 902	5 291	5 060
Risque net	17 250	17 664	17 038	14 895	12 777
Engagements hors bilan					
Risque net total	17 250	17 664	17 038	14 895	12 777
% de la dette en monnaie étrangère ^c	3,45	5,26	6,09	5,32	5,60
% de la dette obligataire ^c	69,54	68,65	72,55	76,67	74,62
% de la dette à taux fixe ^c	53,46	60,77	69,44	70,41	67,62

Tableau des flux de trésorerie

Flux de trésorerie liés à l'activité	1 742	1 823	2 807	2 562	2 660
Autres flux de trésorerie	-59	-62	-289	-287	-262
Variation du besoin en fonds de roulement lié à l'activité	-12	525	44	-293	-42
Flux de trésorerie avant investissements nets	1 671	2 286	2 562	1 982	2 356
Dépenses d'investissement nettes	-921	-1 365	-1 064	-668	-1 620
Flux de trésorerie avant opérations de financement	750	921	1 498	1 314	736
Nouveaux emprunts	2 900	1 922	1 437	1 128	607
Autres financement	-250	139	2 233	324	-1 429
Remboursement de la dette	-2 463	-2 280	-1 387	-1 087	-300
Flux de trésorerie après financement	937	702	-685	1 679	-386

^a hors commande publique

^b y compris dettes de location-financement

^c hors dettes de trésorerie et trésorerie passive

Source: SNCF, Fitch

Annexe B

Illustration 7

SNCF (Compte consolidé) – Ratios

	2009	2010	2011	2012	2013
Ratios					
Ratios de rentabilité (%)					
Charges de personnel / Recettes d'exploitation (y compris recettes publiques)	41,63	39,70	38,57	39,59	40,07
Recettes publiques / Recettes d'exploitation (y compris recettes publiques)	33,74	28,20	28,41	30,12	30,60
EBITDA/ Recettes d'exploitation (y compris recettes publiques)	10,46	10,56	12,62	12,05	12,03
Ratios bilantiels (%)					
Actif courant / Total actif	35,99	34,25	34,33	40,28	36,89
Actif courant / Total passif (hors capitaux propres)	43,19	41,24	41,26	48,39	44,44
Rentabilité des capitaux investis	-14,84	9,46	1,78	5,27	-2,64
Rentabilités des actifs	-2,47	1,60	0,30	0,88	-0,45
Ratios d'endettement					
Dette nette / EBITDA (x)	4,94	3,95	3,37	2,88	2,52
Dette long terme / Recettes d'exploitation (y compris recettes publiques) (%)	55,62	50,03	45,46	44,06	41,49
Dette totale / EBITDA (x)	6,50	5,40	4,32	4,23	3,81
Dette/ Capitaux propres (%)	257,86	237,46	252,34	232,09	220,61
EBITDA/Charges financières brutes (x)	3,02	3,93	4,07	3,12	5,36
Service de la dette/ Résultat d'exploitation avant recettes publiques (%)	-39,62	-48,33	-31,37	-30,49	-11,79
Service de la dette / Résultat d'exploitation après recettes publiques (%)	9,000,00	140,28	147,12	111,92	83,75

Source: SNCF, Fitch

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

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT WWW.FITCHRATINGS.COM. PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE. FITCH MAY HAVE PROVIDED ANOTHER PERMISSIBLE SERVICE TO THE RATED ENTITY OR ITS RELATED THIRD PARTIES. DETAILS OF THIS SERVICE FOR RATINGS FOR WHICH THE LEAD ANALYST IS BASED IN AN EU-REGISTERED ENTITY CAN BE FOUND ON THE ENTITY SUMMARY PAGE FOR THIS ISSUER ON THE FITCH WEBSITE.

Copyright © 2014 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. In issuing and maintaining its ratings, Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating was issued or affirmed.

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