

BB+

INSTRUMENT
RATING

Neu MTN

EF1

INSTRUMENT
RATING

Neu CP

Initiation date 29/11/2022

Rating date 16/05/2023

Contacts

Director

Thomas DILASSER
thomas.dilasser@ethifinance.com

Associate

Mickael KEREZEON
mickael.kerezeon@ethifinance.com

ACTION DE NOTATION ET JUSTIFICATION DE LA NOTATION

- EthiFinance Ratings attribue la note long-terme de BB+ au programme de NEU MTN de €100m envisagé par Aegide SAS, holding du groupe Aegide Domitys, avec une perspective d'évolution de la note (outlook) Stable. Dans le même temps, EthiFinance Ratings confirme la note court-terme de EF1, attribuée au programme de NEU CP de €100m d'Aegide SAS.
- Ces notations reflètent 1) le profil d'activité très bon du groupe, qui est numéro 1 sur le marché des résidences services senior (RSS) en France, avec une part de marché deux fois supérieure à son premier concurrent ; 2) les bonnes perspectives de croissance du marché des RSS, qui sont à mettre en lien avec le vieillissement attendu de la population française et européenne ; 3) l'appartenance du groupe Aegide Domitys au groupe La Mondiale SAM, son actionnaire principal, (67% du capital à fin 2022), dont la prise de contrôle du groupe en 2021 témoigne de l'attractivité du modèle des RSS et de la qualité du management en place. Cette intégration se traduit notamment par un soutien financier et opérationnel. Ainsi, la notation finale de l'émetteur (nous ayant permis de déterminer les notations des deux programmes) est une moyenne pondérée des notes de La Mondiale SAM (notée A, outlook Stable par EthiFinance Ratings) pour 25% et de ce que donnerait la notation du groupe Aegide Domitys sans ce soutien, pour 75%.
- En revanche, nos notations sont contraintes par un profil financier moyen, marqué par 1) un niveau général de profitabilité relativement faible (EBIT négatif sur les dernières années et marge d'EBITDA comprise entre 3 et 4% en normes françaises) ; 2) la phase de forte croissance que connaît le groupe, qui se traduit notamment par un levier net (dette nette ajustée / EBITDAR) élevé à 8.1x à fin 2022, même s'il devrait baisser légèrement d'ici 2025 (7.7x en moyenne sur la période 2023-2025). Ce ratio intègre à la dette reportée par l'entreprise une estimation des dettes de location et des comptes courants d'actionnaire comme si la société était toujours en IFRS 16, tandis que l'EBITDAR exclut les charges locatives. Ces niveaux sont toutefois à relativiser car en partie liés à la phase de croissance du parc de RSS exploitées. Nos notations tiennent ainsi compte des niveaux de levier normatifs attendus sur un rythme de « croisière » des RSS (de l'ordre de 6.3x en moyenne sur 2023-2025), sans pour autant exclure le risque associé à la phase de développement actuelle.
- En outre, la notation du programme de NEU CP est encore plus directement liée à la très bonne qualité de crédit de son actionnaire principal, La Mondiale SAM, qui se porte garant à première demande du programme. Ceci rehausse d'autant plus la notation du programme de NEU CP existant qui, sans cette garantie, serait contrainte par la notation « standalone » d'Aegide SAS, à l'image du programme de NEU MTN envisagé, qui lui ne bénéficie pas de la garantie.
- Conformément à notre méthodologie, le secteur de la promotion immobilière présente un risque ESG moyen (score de la heatmap compris entre 2 et 3.5), ce qui est neutre sur notre évaluation du profil de risque du secteur. En outre, notre évaluation de la politique ESG du groupe Aegide Domitys fait ressortir un score neutre également (score compris entre 1 et 4). Notre notation n'a donc pas été impactée par la prise en compte des critères ESG.

DESCRIPTION DE L'ACTIVITE DU GROUPE

Aegide Domitys est un groupe privé de résidences services seniors (RSS), dont il fait à la fois la promotion et l'exploitation. Une RSS est définie par la loi ASV de 2015 comme un « ensemble d'habitations constitué de logements autonomes permettant aux occupants de bénéficier de services spécifiques non individualisables ». Les logements proposés par les résidences Domitys vont du T1 au T3. Les résidences comportent un espace logements, et un espace réservé aux services (restauration, activités physiques, bibliothèque...).

Aegide Domitys comptait à fin 2022 153 RSS dont 3 en Belgique, 1 en Italie, 1 à l'île Maurice représentant environ 18 500 logements, tandis que 63 autres chantiers sont en cours. En 2022, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de €494.7m pour un EBITDA en normes françaises de €15.5m (EBITDAR de €144.5m après retraitement des loyers). Le groupe est notamment revenu aux normes comptables françaises en 2022 alors qu'il reportait en IFRS depuis 2018.

FONDAMENTAUX

PROFIL D'ACTIVITE

EVALUATION DU PROFIL DE RISQUE DU SECTEUR

- De très bonnes perspectives de croissance**

Une RSS est accessible aux plus de 60 ans (soit 31% de la population française projetée en 2035 selon l'Insee) qui peuvent y trouver le confort pour continuer à vivre en autonomie tout en bénéficiant de services de proximité tels que des commerces, des transports en commun, des médecins ou encore des pharmaciens. L'âge moyen d'entrée en RSS chez Domitys se situe en moyenne à 83 ans, pour une durée moyenne de séjour par résident de 5 à 6 ans. Le cœur de cible des RSS est donc le senior fragilisé ou en légère perte d'autonomie.

Le nombre de résidences seniors, destinées aux personnes âgées autonomes est passé de 432 en 2013 à 972

environ à fin 2021 et devrait franchir la barre symbolique des 1000 en 2023, soit environ 80 000 logements. La population des 75-84 ans devrait fortement croître sur la période 2020-2030 avec une hausse de +47% (source : *Think Tank Matières Grises*). La hausse serait ensuite de 11% de 2030 à 2040, puis de 6% de 2040 à 2050. En outre, la période 2030-2040 devrait connaître une explosion des 85 ans et plus (+58%). Un rapport français récent recommande la création de 120 000 à 130 000 logements supplémentaires d'ici 2030, témoin de l'accélération attendue sur ce marché.

- **L'emplacement, l'image de marque et la capacité à proposer des services de qualité sont primordiaux, mais les barrières à l'entrée restent toutefois modérées**

Le marché des RSS est un marché privé, local, très lié à l'écosystème dont il est à la fois un moteur et dont il se sert pour attirer des prospects et offrir un cadre de vie en adéquation avec les besoins et les capacités physiques des clients. Toutefois, contrairement aux établissements médicalisés, tels que les EHPAD, les RSS ne nécessitent pas une autorisation préalable des ARS ni ne sont soumises aux contrôles des instances sanitaires, et obtiennent par ailleurs quasi automatiquement l'agrément Services d'Aide et d'Accompagnement à Domicile (SAAD) sur demande. Les barrières à l'installation sont donc plus limitées. En contrepartie, le caractère privé du marché lui permet de fixer ses tarifs.

- **Un marché également attractif pour les investisseurs**

L'investissement locatif en RSS est en effet de plus en plus prisé des investisseurs, particuliers ou institutionnels, qui cherchent un rendement financier relativement sécurisé, les loyers étant payés par l'exploitant des RSS, indépendamment du taux de remplissage des résidences, dont le risque est supporté dès lors par l'exploitant. En outre, des dispositifs fiscaux incitent les particuliers à investir avec le statut fiscal de loueur meublé non professionnel (LMNP), ce qui offre des perspectives de croissance pour la partie promotion dont dépend l'équilibre du business model des RSS « nouvelle génération ». A travers ce modèle triangulaire, les investisseurs sont propriétaires des murs, les résidents paient un loyer et des services à un exploitant qui est le fournisseur de services et paie en contrepartie des loyers à l'investisseur. Les investisseurs institutionnels sont également de plus en plus attirés par ce marché qui offre une diversification d'investissements.

POSITIONNEMENT ET COMPETITIVITE DE L'ENTREPRISE NOTEE

- **Aegide Domitys est le leader français incontesté en parts de marché et se veut leader sur les services proposés**

Aegide Domitys est le leader français avec 20.9% de parts de marché d'après Xerfi 2021 (soit plus du double de son premier concurrent). Le parc est jeune avec près de 50% des résidences mises en service il y a moins de 5 ans, de l'ordre de 90% il y a moins de 10 ans. Sur les 153 résidences à fin 2022, 89 étaient matures (remplissage optimisé) tandis que 64 étaient encore en phase de lancement (le remplissage prenant entre 12 et 36 mois). Les services proposés par Domitys sont très nombreux et adaptés aux besoins des résidents (piscine, salle de sport, salon de coiffure, gardiennage...). Il en résulte des tarifs plus élevés que la moyenne du secteur et donc une population cible plutôt aisée.

- **Aegide Domitys est l'un des rares acteurs totalement intégrés sur la chaîne de valeur**

Le groupe est à la fois le promoteur et l'exploitant des RSS. Il combine donc deux métiers qui sont étroitement liés, l'équilibre économique du groupe reposant dès lors sur le bon calcul entre les tarifs fixés pour l'exploitation des RSS et les loyers à payer aux investisseurs, définis contractuellement lors de la phase de commercialisation des programmes. Cette spécificité du groupe, qui s'appuie également sur Nexity, premier promoteur immobilier français et actionnaire d'Aegide Domitys, sur certaines opérations en co-promotion, lui permet d'une part de bénéficier d'opportunités plus nombreuses, ce qui explique son développement accéléré depuis 20 ans par rapport à la concurrence. D'autre part, le « business model » des RSS « nouvelle génération » reposant sur un équilibre financier entre investisseurs, exploitant et résidents, l'intégration permet une meilleure maîtrise de cet équilibre.

- **Une présence sur l'ensemble du territoire français, et en développement à l'étranger**

Le groupe est essentiellement présent en France (historiquement 99% du chiffre d'affaires), dans des villes de taille moyenne, mais tend à se développer dans des villes de plus grande taille, où les ventes en bloc sont généralement plus accessibles, ainsi qu'à l'étranger (Belgique, Italie, Ile Maurice).

GOUVERNANCE

- **Un management stable depuis la création, et bénéficiant du soutien d'acteurs majeurs**

Le groupe est né en 1998 de la vision commune de trois hommes, Jean-Marie Fournet, Frédéric Walther et

Didier Jaloux. Les fondateurs ont su s'entourer de partenaires à la fois capitalistiques et opérationnels, avec notamment l'arrivée en 2008 du promoteur Nexity qui a acquis une participation minoritaire puis est devenu brièvement actionnaire majoritaire en 2018. En juin 2021, Nexity a cédé la majorité du capital à AG2R La Mondiale, témoignant ainsi de l'attrait du « business model » proposé par Aegide Domitys. Enfin, en mai 2023, Jean-Marie Fournet et Frédéric Walther cèdent leurs rôles managériaux à Olivier Wigniolle, ancien directeur général d'Icade pendant 8 ans, qui est nommé président exécutif d'Aegide Domitys. Messieurs Fournet et Walther restent néanmoins actionnaires au sein du groupe.

- **Une tendance sociale faisant partie du « business model » du groupe**

Si le groupe est encore en développement et ne reporte pas sur tous ses indicateurs ESG, il a signé en 2022 un « sustainability-linked loan » avec trois indicateurs : le nombre de ses RSS labellisées Viseha (label indépendant français Vie Senior et Habitat créé avec l'Afnor en 2018), la consommation électrique des RSS, et le taux d'accident du travail. A fin 2022, 95% des résidences étaient labellisées Viseha. En outre, l'activité du groupe a une portée sociale forte.

PROFIL FINANCIER

CASHFLOW et LEVIER

- **Un FCF négatif et un levier net ajusté très élevé du fait de la phase de croissance et de l'impact des dettes locatives**

A fin 2022, le groupe Aegide Domitys présentait un levier net ajusté (des provisions pour les retraites et des dettes locatives) par EthiFinance Ratings de 8.1x, dû d'une part à la forte proportion des dettes locatives (71% de la dette totale ajustée à fin 2022), et d'autre part à la phase de forte de croissance du groupe. En effet, à l'ouverture d'une RSS, les loyers sont dus immédiatement (ce qui se traduit dans les normes IFRS, et dans notre analyse financière, par un ajustement de 100% de la dette locative au bilan) tandis que l'EBITDA reste négatif pendant environ deux ans, lors de la phase de remplissage. Il en résulte une amplification du levier net ajusté. En nous appuyant sur la tendance normative d'EBITDA des résidences matures, dites « en croisière », nous calculons un impact de 2.1x sur le levier à fin 2022. Projeté, cet impact nous donne ainsi un levier net ajusté normatif proche de 6.3x en moyenne pour la période 2023-2025, ce qui reste toutefois élevé.

Le free cashflow ajusté (après dividendes aux minoritaires et après paiement des loyers) ressort structurellement négatif chez Aegide Domitys. Cela résulte d'une rentabilité limitée, notamment sur l'activité d'exploitation, combinée à des capex de maintenance et de rénovation nécessaires pour l'entretien des résidences. La bonne profitabilité de l'activité de promotion compense en partie les pertes de la partie exploitation au cours de la phase de remplissage. L'activité de promotion est en revanche par nature plus volatile que celle de l'exploitation.

SOLVABILITE

A fin décembre 2022, la dette consolidée brute ajustée d'Aegide Domitys s'élevait à €1.3mds après intégration des €946.8m de dette de location et des €90.1m de comptes courants d'actionnaire. Sans ces ajustements, la dette consolidée brute reportée par l'entreprise était de €301.3m. La quasi-totalité de cette dette financière reportée se trouvait sur Aegide SAS et était ventilée entre des financements externes (bancaires ou désintermédiés) et des financements avec l'actionnaire majoritaire, La Mondiale SAM. En février 2022, le groupe a souscrit un « sustainability-linked loan » de €165m comprenant d'une part un term loan de €50m à maturité 2028, et d'autre part un RCF de €115m à maturité 2027. Les covenants de ce SLL contiennent notamment un ratio de levier calculé hors dette locative et hors dette actionnaire, qui devrait être respecté sur 2023-2025.

Le ratio de solvabilité du groupe Aegide Domitys est fortement impacté par des capitaux propres négatifs du fait d'un résultat net négatif récurrent sur les dernières années. De plus, ils ont été dégradés lors du passage au référentiel IFRS en 2018, sans que cet impact ne soit corrigé à nouveau lors du retour aux normes françaises en 2022.

PROFIL DE LIQUIDITE

En dépit de FCF négatifs attendus sur la période de projection, et d'un remboursement anticipé prévu en 2023 pour €50m, grâce à une autorisation de tirages complémentaires sur des lignes de trésorerie existantes avec La Mondiale SAM, les maturités relativement longues du groupe (au-delà de 2026) lui permettent d'avoir un profil de liquidité jugé « supérieur » d'après notre méthodologie. En outre, 35% de la dette ajustée de la holding d'Aegide SAS (hors dette locative) est une dette vis-à-vis de l'actionnaire majoritaire, sous forme de ligne de trésorerie, de compte courant et de prêt à maturité longue. Le profil de crédit très favorable de La Mondiale SAM pourrait ainsi contribuer à améliorer le profil de liquidité d'Aegide Domitys, en augmentant le recours au financement apporté par l'actionnaire, à l'image de l'opération de refinancement du placement privé, envisagée pour 2023.

AJUSTEMENTS SUR LA NOTE FINALE

CONTROVERSE

Aucune controverse n'a été relevée sur le groupe Aegide Domitys.

RISQUE PAYS

Le groupe Aegide Domitys opère à plus de 90% sur le territoire français, et ne présente donc pas de risque pays.

PRINCIPAUX CHIFFRES FINANCIERS

Principaux chiffres financiers. En €m.			
	FY21	FY22	22vs21
Chiffre d'affaires	414	495	19.5%
EBITDAR Ajusté	109	143	31.2%
Marge d'EBITDAR	26.3%	28.9%	2.6pp
EBIT Ajusté	-9	-7	22.7%
Marge d'EBIT	-2.2%	-1.4%	0.8pp
Intérêts (yc IFRS 16)	-17	-27	-58.1%
EBT	-26	-34	-30.4%
Total actif	1 379	621	-55.0%
Capitaux propres	-73	-87	-19.6%
Dette Financière Ajustée Brute (DFAB - yc IFRS 16)	1 139	1 328	16.6%
Dette Financière Ajustée Nette (DFAN - yc IFRS 16)	1 079	1 159	7.4%
Capitaux propres / DFAB	-6.4%	-6.5%	-0.2pp
DFAN / EBITDA	9.9x	8.1x	-1.8x
Capacité d'Auto-Financement (CAF)	n.a.	-8	n.a.
CAF / DFAN	n.a.	-0.7%	n.a.
EBITDA/Intérêts	6.3x	5.3x	-1.1x

Veillez noter que l'exercice 2021 était présenté selon les normes IFRS, tandis que l'exercice 2022 a été présenté selon les normes françaises. Ainsi, pour des raisons de comparabilité, nous avons réintégré dans le tableau ci-dessus une estimation des charges d'intérêts et de la dette de location « IFRS 16 » pour l'année 2022.

Les principaux ajustements sur l'EBITDAR concernent la quote-part des mises en équivalence et l'intéressement, les deux notions étant intégrées au calcul de l'EBITDAR ajusté. L'EBITDAR s'entend comme un EBITDA IFRS 16, soit avant paiement des charges de loyers.

GRILLE DE NOTATION

Notation Crédit	
Profil d'Activité	BBB
<i>Risque sectoriel</i>	<i>BBB</i>
<i>Evaluation ESG de l'industrie</i>	<i>Neutre</i>
<i>Avantages concurrentiels</i>	<i>BBB-</i>
<i>Gouvernance</i>	<i>BBB+</i>
Profil Financier	B+
<i>Flux de trésorerie et levier</i>	<i>BB</i>
<i>Solvabilité</i>	<i>CCC-</i>
<i>Evaluation ESG de l'entreprise</i>	<i>Neutre</i>
Notation ancre	BB
<i>Ajustements</i>	<i>-</i>
Notation "standalone" de l'émetteur	BB

Notation long-terme	Pondération	Notation
Notation Aegide SAS "standalone"	75%	BB
Notation de La Mondiale SAM	25%	A
Notation finale Aegide SAS	100%	BB+

PERSPECTIVE D'EVOLUTION DES RATIOS DE CREDIT (CMEE)

- **Perspective d'évolution des ratios de crédit : Stable**

Dans la phase de croissance que connaît actuellement le groupe, nous nous attendons à ce que les ratios restent relativement stables. En effet, la part de résidences matures dans le total des résidences sous exploitation va mécaniquement augmenter au cours des prochaines années et donc la marge d'EBITDA consolidé va s'améliorer par conséquent. Toutefois cette amélioration sera atténuée en valeur nominale par la phase de forte croissance souhaitée par le groupe et le rythme d'ouverture des nouvelles RSS, dont la rentabilité négative les premières années pèsera sur les ratios de crédit. Ainsi, le levier net ajusté devrait rester élevé, malgré une légère baisse envisagée.

NOTATION DES INSTRUMENTS

- **Notations instruments (NEU CP/ NEU MTN) en ligne avec les notations de l'émetteur**

Conformément à notre méthodologie de notation des instruments et au taux de recouvrement calculé pour le programme de NEU MTN envisagé, la notation de ce programme ressort à BB+, en ligne avec la notation de l'émetteur.

Nous considérons que le taux de recouvrement de la dette NEU CP émise par Aegide Domitys serait de l'ordre de 100% du fait de la garantie à première demande apportée par La Mondiale SAM, notée A par EthiFinance Ratings. D'après notre méthodologie, cela implique un rehaussement de 3 crans sur la grille de notation de l'instrument. Nous utilisons donc comme notation long-terme de référence dans le cadre de notre matrice de transition permettant de déterminer la notation court-terme du programme de NEU CP existant, la notation LT corporate d'Aegide Domitys bonifiée de 3 crans. La notation finale ressort ainsi à EF1.

SENSIBILITE DE LA NOTATION**• Facteurs susceptibles d'entraîner un rehaussement des notations LT et CT (↑)**

Nous pourrions rehausser la note long-terme du programme de NEU MTN en cas de ralentissement du processus de croissance et de normalisation de la situation financière du groupe. Cela se traduirait, entre autres, par un EBITDAR plus significatif et un levier moins élevé. Un levier net ajusté normatif, de l'ordre de 4.5x sur la durée, pourrait ainsi être synonyme de rehaussement de la notation LT, même si ce niveau de levier nous semble peu probable à court-terme.

Un rehaussement de la note court-terme du programme de NEU CP nécessiterait un rehaussement de 2 crans de la note long-terme servant de référence (bénéficiant de la garantie de La Mondiale SAM), assortie d'un CMEE stable et d'un profil de liquidité inchangé, ce qui paraît peu probable dans le contexte actuel.

• Facteurs susceptibles d'entraîner une dégradation des notations LT et CT (↓)

A l'inverse, en cas d'accélération significative de la croissance du parc de RSS, la dégradation des ratios de crédit qui en résulterait pourrait entraîner mécaniquement une dégradation de la note du programme de NEU MTN. Ainsi, un levier net ajusté normatif, de l'ordre de 7.0x sur la durée, pourrait entraîner une dégradation de la notation du programme de NEU MTN. De même, une baisse du taux de recouvrement de la dette NEU MTN sous les 31% pourrait entraîner une dégradation de la notation du programme de NEU MTN. Enfin, toutes choses égales par ailleurs, une dégradation de la note de La Mondiale SAM à BBB-, contre A aujourd'hui, serait également de nature à entraîner une dégradation de la note du programme de NEU MTN.

Compte tenu du très bon profil de liquidité du groupe, une dégradation de la note du programme de NEU CP résulterait essentiellement d'une dégradation de la note LT servant de référence, à BBB-, selon les modalités évoquées ci-dessus.

INFORMATIONS REGLEMENTAIRES

16/05/2023

LEI : 9695005GBHJ6CBMOR57

Rapport d'initiation : Oui pour le programme de NEU MTN

Date d'initiation de la notation : EF1 le 29 novembre 2022 et BB+ le 16 mai 2023

Dernière notation : EF1 le 29 novembre 2022

Nature de la notation : Notation publique sollicitée

Avec la participation de l'entité notée ou d'une tierce partie liée : Oui, le rapport de notation a été revu par l'émetteur avant publication

Avec accès au management : Oui

Avec accès à des documents internes : Oui

Autres services fournis à l'entité : Non

Nom du président du comité de notation : Marc PIERRON, Senior Director

Sources d'information significatives utilisées dans le processus de notation:

- Etats financiers consolidés d'Aegide 2020, 2021, 2022
- Etudes sectorielles Think Tank matières grises, Xerfi 2021
- Présentation de l'entreprise
- Documentation juridique des contrats de crédit
- Documentation juridique de la garantie à première demande par La Mondiale SAM
- Entretien avec la direction financière de la société

Limites :

- EthiFinance Ratings considère que la qualité et la quantité des informations disponibles sur l'émetteur sont suffisantes pour réaliser une notation.
- EthiFinance Ratings n'a pas l'obligation d'auditer ou de vérifier l'exactitude des éléments fournis.

Méthodologies principales utilisées :

https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3.Corporate_Rating_Methodology_Long_Term_FR.pdf

https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_191.Corporate_Rating_Methodology_Short_Term.pdf

https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_127_V2.Corporate_Rating_Methodology_Instruments.pdf

EthiFinance Ratings SL

Calle Velázquez nº18

28001 - Madrid

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are considered to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bear any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: www.ethifinance.com in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2022 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid