

ISSUER RATING
Short-termINSTRUMENT RATING
Neu CPInitiation date 06/12/2022
Rating Date 28/11/2024

Contacts

Lead analyst

Thomas Dilasser
thomas.dilasser@ethifinance.com

Secondary analyst

Reda Mouaacha
reda.mouaacha@ethifinance.com

Committee chair

Marc Pierron
marc.pierron@ethifinance.com

ACTION DE NOTATION ET JUSTIFICATION

- EthiFinance Ratings rehausse la notation court-terme de Pathé Cinémas SAS ainsi que de celle de son instrument NEU CP de €300m, de EF3 à EF2.
- Cette amélioration de la notation court-terme résulte principalement de l'amélioration de la notation long-terme (servant de référence pour l'établissement de la note court-terme) de la société Pathé Cinémas et de celle du groupe auquel elle appartient, Pathé SAS (incluant également la partie production de contenus). La notation découle de l'amélioration du profil financier de Pathé Cinémas de BB- à BB, notamment après les années particulièrement compliquées du covid. Cette amélioration résulte d'une croissance de 16.8% de l'EBITDA ajusté (incluant les loyers) dont la marge est restée au-dessus de 27% en 2023, et par un ratio de levier net ajusté qui, selon les calculs d'EthiFinance Ratings, s'est amélioré, passant de 4.5x à fin 2022 à 4.2x à fin 2023, et devrait encore légèrement s'améliorer sur les années à venir. En outre, le refinancement de la ligne de RCF à fin 2023, dont la maturité est de 5 ans, renforce le profil de liquidité du groupe et contribue également à l'amélioration de la note court-terme. Au-delà du positionnement du leader sur le marché national français, Pathé Cinémas figure également parmi le top 5 en Europe en termes d'écrans de cinéma actifs avec 1259 à fin 2023. Le maintien de ce positionnement résulte de la stratégie de développement active de son réseau de cinémas, que ce soit par des rénovations majeures ou de nouvelles ouvertures, notamment aux Pays-Bas et en Afrique. Cette expansion vise à renforcer son maillage géographique et à développer sa croissance à l'international. De plus, la société bénéficie d'une structure actionnariale et managériale assez robuste, qui se matérialise au travers d'une expérience solide et d'une politique financière relativement prudente. L'amélioration de notre notation est également favorisée par l'augmentation de capital de €155m réalisée en 2024 par Pathé SAS, illustrant ainsi le soutien financier de cette dernière à sa filiale Pathé Cinémas SAS, ce qui est favorable d'un point de vue crédit.
- En revanche, nos notations demeurent contraintes par une diversification géographique restreinte : en 2023, 87.5% des revenus de Pathé Cinémas provenaient de la France et des Pays-Bas. Nos notations sont également contraintes par des ratios de crédit modestes, avec un ratio de levier net ajusté à 4.2x à fin 2023, ce qui rend le profil de risque financier de l'entreprise légèrement plus faible que son profil de risque sectoriel. En outre, le secteur cinématographique fait face à des contraintes, notamment en raison des grèves de scénaristes et acteurs aux États-Unis en fin d'année 2023, qui ont reporté la sortie de plusieurs blockbusters, réduisant ainsi le volume d'entrées en 2024, et pesant sur la performance financière, même si, au final, cela relève plus d'un décalage que d'une réelle perte définitive.
- Conformément à notre méthodologie, le secteur des médias et du divertissement 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 sectoriel. Ce secteur a un faible impact sur l'environnement, la biodiversité et l'utilisation des ressources. Cependant, compte tenu de sa portée et de son influence, notamment par le biais de la publicité, ce secteur est assujéti aux considérations éthiques concernant la responsabilité de l'entreprise, la qualité de l'information et les droits à l'image entre autres. En outre, notre évaluation de la politique ESG de la société fait ressortir un score neutre également avec un score compris entre 1.5 et 3.5. Notre notation globale n'a donc pas été impactée par la prise en compte des critères ESG.

DESCRIPTION DE L'EMETTEUR

Pathé Cinémas SAS est une filiale à 100% du groupe Pathé SAS, l'un des leaders européens dans l'exploitation de salles de cinéma. Fondé en 1896, le Groupe Pathé est une entreprise française historique dans l'industrie cinématographique, spécialisée dans la production, la distribution et l'exploitation cinématographique, bien que la production et la distribution soient hors du périmètre direct de cette notation. En France, Pathé Cinémas est le premier exploitant de salles de cinémas avec 847 salles, représentant 13.4% du parc national et a enregistré près de 38.4m d'entrées en 2023 (57m sur l'ensemble du périmètre du groupe). En Europe, le groupe détient 12% de parts de marché en termes de chiffre d'affaires (source : Rapport annuel d'UNIC, 2024)

En 2023, Pathé Cinémas a enregistré un chiffre d'affaires de €883m, en hausse de 20.1%, et un EBITDA ajusté s'élevant à €240m. À fin décembre 2023, le levier net ajusté par EthiFinance Ratings atteignait 4.2x.

FONDAMENTAUX

PROFIL D'ACTIVITE

Appréciation du risque sectoriel

- **Le marché français du cinéma en 2023 : le maintien d'une forte reprise malgré les grèves hollywoodiennes et la concurrence des plateformes de streaming**

Le marché français est le plus important en Europe, avec un total de 180m d'entrées en 2023, contre 152m en 2022, mais il demeure néanmoins inférieur de 13% à la moyenne de la période 2017-2019, selon les données du CNC. Cette hausse substantielle de la fréquentation des salles de cinéma depuis 2021 s'explique par la disparition des derniers effets de la crise sanitaire pour les spectateurs, mais surtout par la densification de l'offre cinématographique en 2023, alors que la production avait pris du retard pendant la pandémie, impactant l'offre en 2022. Malgré ce contexte positif en 2023 suite à la normalisation complète de l'activité, les grèves des scénaristes et des acteurs à Hollywood ont ralenti ce rythme de reprise, avec un certain nombre de films très attendus reportés à 2024 ou 2025.

Sur le long terme, nous pensons que les plateformes de streaming continueront à attirer une partie du public des salles, bien que le cinéma et le streaming offrent des expériences distinctes. Ce risque de captation de spectateurs est d'autant plus préoccupant que certaines plateformes agissent également en tant que producteurs de films à succès, à l'instar de Disney avec les studios Marvel et Pixar. D'ailleurs en France, ces plateformes de streaming cherchent à modifier la chronologie des médias afin de réduire le délai entre la sortie d'un film en salle et sa disponibilité sur les plateformes payantes par abonnement. A l'avenir, il est fort probable que Disney maintienne la diffusion de ses productions dans les salles de cinéma. Toutefois, si les producteurs parviennent à réduire significativement le délai entre la sortie en salle et l'exploitation sur les plateformes, cela pourrait inciter les potentiels spectateurs à attendre la disponibilité du film sur la plateforme, au détriment des exploitants de salles de cinéma.

- **L'emplacement, l'image de marque et la capacité à proposer des services de qualité constituent des barrières à l'entrée**

L'activité d'exploitation de cinémas nécessite d'importants actifs immobiliers (espaces d'accueil des spectateurs, salles de projection), qui peuvent être détenus directement par l'exploitant ou être loués. Ces actifs doivent bénéficier de bons emplacements et être de haute qualité, avec un nombre de salles et des technologies adaptés à la démographie locale, car le cinéma est considéré comme un marché essentiellement local, fortement lié à l'écosystème dont il est à la fois moteur et dont il dépend pour attirer les spectateurs. Enfin, les barrières à l'entrée sont renforcées par la digitalisation croissante des activités et la montée en gamme de l'expérience client (Premium, IMAX, 3D, 4DX). En effet, les grandes chaînes de cinémas disposent désormais d'applications mobiles et, pour certaines, de plateformes de streaming en propre qui leur permettent de capter tous types de spectateurs, comme c'est le cas pour Pathé Cinémas avec 'Pathé Home' qui permet de louer à la demande les films précédemment diffusés aux cinémas.

- **Les fluctuations de la rentabilité sont atténuées par la proportion importante des charges variables dans la base des coûts des exploitants**

La structure de coûts des exploitants des salles de cinémas est majoritairement variable. Le principal coût des exploitants de salles, à savoir la location des films qui est payée aux distributeurs de films est un pourcentage du box-office (généralement entre 40% et 50% en fonction de la négociation). Les fournisseurs des formats technologiques sont rémunérés selon la même méthode, en revanche avec un pourcentage moins élevé que celui des distributeurs.

Position concurrentielle

- **Un leadership européen consolidé par une vision expansionniste et une stratégie d'innovation**

Pathé Cinémas est un leader en Europe, et plus particulièrement en France, le plus grand marché européen où l'entreprise est numéro 1 avec 22% de parts de marché en 2023. Pathé Cinémas a consolidé ce leadership grâce à une série de petites et moyennes acquisitions depuis la reprise de Pathé SAS par Jérôme Seydoux en 1990. En plus de ces acquisitions, la société a développé son portefeuille de cinémas en procédant à de nouvelles ouvertures, renforçant ainsi son maillage géographique en France et se développant à l'international.

Depuis le milieu des années 2010, la société a également adopté une stratégie d'investissement marquée par d'importantes rénovations de ses cinémas (dont 64% étaient détenus en propre à fin décembre 2023) afin de proposer des services premium dans des salles équipées de toutes les technologies immersives disponibles. Ainsi, aujourd'hui, Pathé Cinémas bénéficie d'une excellente image de marque, de la qualité de ses cinémas et de l'intégration du numérique dans ses activités (applications, sites web).

- **Une diversification géographique plutôt limitée et une nouvelle plateforme video-on-demand (VOD) en phase de « ramp-up »**

Pathé Cinémas a une diversification géographique qui demeure limitée, l'entreprise étant dépendante de la France et des Pays-Bas (85% du nombre total d'écrans à fin 2023) et encore peu présente en dehors d'Europe. Sur une note plus positive, Pathé Cinémas développe son portefeuille de cinémas en procédant à de nouvelles ouvertures afin de renforcer son maillage géographique en France et aux Pays-Bas ce qui, in fine, contribue à diffuser l'image de marque dans les marchés clés. En outre, étant donné que la France demeure le principal marché européen en termes de nombre d'entrées (180.4m en 2023), cela compense légèrement ce manque de diversification géographique. Concernant la diversification produit, Pathé a lancé en 2024 sa nouvelle plateforme VOD désormais accessible en France, lui permettant de capter davantage de clientèle à travers des campagnes marketing et des promotions afin d'accélérer la phase de ramp-up.

Gouvernance

- **Un actionnariat familial expérimenté**

Pathé Cinémas bénéficie de l'expérience et de la vision à long terme de son actionnaire familial, Pathé SAS (Famille Seydoux), ce qui est, selon nous, un atout positif d'un point de vue crédit.

- **Qualité de l'équipe dirigeante et politique financière**

Malgré l'impact négatif de la pandémie en 2020 et 2021, la direction a réussi à améliorer ses ratios de crédit, qui ont pour la plupart retrouvé les niveaux d'avant la crise sanitaire en 2019. Depuis le versement de dividendes de €17m en 2019, aucun autre versement n'a été effectué, et la direction n'en prévoit pas au cours de notre période de projection. La politique financière du groupe reste relativement prudente malgré un levier encore un peu élevé.

- **Politique ESG : Réductions de l'impact environnemental et progrès sociaux notables**

En matière d'impact environnemental, Pathé a réussi à réduire son intensité énergétique de 20% entre 2022 et 2023, ainsi que son intensité d'émissions de carbone de 17% sur la même période. Cette amélioration s'inscrit dans le cadre du plan de sobriété énergétique de l'entreprise, visant à minimiser sa consommation d'électricité et à accélérer la production d'énergie solaire, notamment aux Pays-Bas. Sur le plan social, Pathé Cinémas affiche un indice d'égalité professionnelle de 99/100, l'un des plus élevés du secteur, avec notamment 50% de femmes managers à fin 2023. Notons cependant que le groupe ne communique pas d'engagements chiffrés en termes de trajectoire carbone.

PROFIL FINANCIER

Résultats et profitabilité

- **Un nombre d'entrées en nette amélioration ce qui est favorable pour les ratios de crédit**

En 2023, le chiffre d'affaires a connu une solide progression, passant de €735m en 2022 à €883m, retrouvant ainsi son niveau pré-covid (€831m en 2019). Cette nette amélioration s'explique par la forte reprise de la fréquentation des salles de cinéma en 2023, accompagnée d'un effet de rattrapage après trois années de ralentissement liées à la crise sanitaire et à une baisse générale des dépenses des ménages, en lien avec l'inflation. Le nombre d'entrées en 2023 était de 57m, ce qui se rapproche du niveau pré-covid de 2019 qui était de 65m. Parallèlement, la rentabilité du groupe s'est renforcée, avec un EBITDA ajusté de €240m pour l'exercice 2023 contre €205m en 2022 (soit une hausse de 16.8%), bien que la marge ait diminué à 27.2% (contre 27.9% en 2022). Au 1er semestre 2024, le nombre d'entrées a été impacté par le décalage de sortie de certains films hollywoodiens en raison de la grève des scénaristes des grands studios américains au 2ème semestre 2023. Toutefois, cet effet négatif a pu être compensé partiellement par un nombre d'entrées significatif concernant certains films français sur l'année.

Génération de trésorerie et levier

- **Une amélioration des ratios financiers qui retrouvent leur niveau d'avant crise Covid**

Le free cash-flow ajusté (flux de trésorerie d'exploitation - intérêts payés - flux de trésorerie d'investissement - dividendes versés) était négatif de €36m pour 2023. Cela s'explique principalement par (i) une variation négative du BFR (-€9m vs €73m en 2022), et (ii) une augmentation des CapEx de l'ordre de 50%, en lien avec la stratégie de rénovation des salles (montée en gamme) et des nouvelles ouvertures. À fin 2023, le levier net ajusté, selon EthiFinance, s'établissait à 4.2x, en légère amélioration par rapport aux 4.5x enregistrés à fin 2022 et fin 2019. Le ratio de couverture des intérêts est resté également stable à 7.1x (vs 7.2x en 2022). Nous nous attendons à ce que le ratio de couverture des intérêts soit plus faible sur les deux prochaines années (entre 5.0x et 6.0x) du fait d'un montant plus important d'intérêts. Toutefois, il devrait s'améliorer progressivement sur la période de projection pour atteindre de nouveau 7.1x d'ici 2026. Enfin, selon nos projections établies notamment à partir des informations reçues du management, l'endettement net a vocation à diminuer progressivement dans les années à venir, ce qui devrait se traduire par une amélioration du levier net ajusté à 3.6x à fin 2026.

Structure de la dette

Au 31 décembre 2023, la dette se composait principalement de deux Euro PP (c. 29 %), d'un prêt à terme (Term Loan) refinancé en décembre 2023 avec une maturité de 5 ans (33%), ainsi que d'une ligne de crédit renouvelable (c. 15 %). Le reste de la dette est constitué d'un Prêt Garanti par l'État (PGE), d'un Prêt Participatif Relance (PPR), de contrats de crédit-bail et d'autres dettes à court-terme. Notre ajustement de la dette correspond à la capitalisation des contrats de location simple (€324m à fin 2023). Toutes ces lignes de financement sont qualifiées de "senior non-garanti", à l'exception du Prêt Participatif Relance (PPR) qui est subordonné. Les covenants sont identiques pour toutes les lignes de financement et ne tiennent pas compte du PPR.

Liquidité

En termes de liquidité, le groupe disposait de €88m de trésorerie à fin 2023, ainsi que de €287m lignes de crédit disponibles, dont €50m à court-terme. La ligne de crédit renouvelable (RCF) de €350m —tirée à hauteur de €113m à fin 2023 et arrivant à maturité en 2028 — a été refinancée en décembre 2023 auprès du pool bancaire du groupe. La liquidité a également été renforcée par une augmentation de capital de €155m réalisée à la fin du 1er semestre de 2024, offrant au groupe une marge de sécurité confortable pour faire face à ses prochaines échéances, notamment l'Euro PP et le PGE.

En lien avec notre méthodologie, nous estimons que le groupe possède un score de liquidité « Supérieur », reflétant d'une part une bonne liquidité dans un scénario de restriction de l'accès aux financements, et d'autre part un profil de refinancement satisfaisant.

PERSPECTIVES D'EVOLUTION DES RATIOS DE CREDIT (CMEE)

Notre perspective d'évolution des ratios de crédit (CMEE) est Stable. Nous considérons que les ratios de crédit ne devraient pas changer significativement dans les 12 prochains mois.

PRINCIPAUX CHIFFRES FINANCIERS

Principaux chiffres financiers. €m				
	FY21	FY22	FY23	23vs22
Chiffre d'affaires	404	735	883	20.1%
EBITDA ajusté ⁽¹⁾	154	205	240	16.8%
Marge d'EBITDA ⁽²⁾	38.1%	27.9%	27.2%	-0.8pp
EBIT	12	66	84	27.4%
Marge d'EBIT	3.0%	9.0%	9.5%	0.5pp
EBT	35	88	108	n.a.
Total de l'actif	1 826	1 803	1 849	2.5%
Capitaux propres	583	632	659	4.2%
Dette totale ajustée ⁽²⁾	1 132	1 048	1 095	4.5%
Dette nette ajustée ⁽²⁾	1 093	930	1 007	8.2%
Capitaux propres / Dette totale ajustée ⁽²⁾	51.5%	60.3%	60.2%	-0.2pp
Dette nette ajustée / EBITDA ajusté ^{(1) (2)}	7.1x	4.5x	4.2x	-0.3x
CAF ajustée ⁽³⁾	122	157	163	3.9%
CAF ajustée / Dette nette ajustée ⁽²⁾⁽³⁾	14.2%	21.0%	20.8%	-0.2pp
EBITDA / Intérêts ⁽¹⁾	5.0x	7.2x	7.1x	-0.1x

(1) L'EBITDA ajusté exclut les dépenses liées aux charges de loyer

(2) La dette ajustée inclut les dettes liées aux contrats de location simple et les provisions pour retraites

(3) La CAF ajustée prend en compte l'amortissement lié à l'ajustement sur les contrats de location simple

SENSIBILITE DE LA NOTATION

- **Liste des notations :**
 - Notation court-terme : EF2
 - Programme de NEU CP : EF2

Facteurs pouvant influencer (individuellement ou collectivement) la notation :

- **Facteurs positifs (↑)**

Un rehaussement de la notation court terme de Pathé Cinémas à EF1 n'est pas envisageable en l'état, car cela nécessiterait une amélioration de deux crans de la notation long-terme de référence, tout en conservant un profil de liquidité « Adéquat » ou « Supérieur ». Cependant, une telle amélioration pourrait se matérialiser si la société parvenait à réduire durablement et de manière significative son levier net ajusté en dessous de 1.5x et/ou à atteindre un ratio de couverture des intérêts de 18.0x.

En outre, une amélioration significative du profil de crédit du groupe Pathé, consolidé au niveau de Pathé SAS, pourrait également, sur une base individuelle, contribuer à un rehaussement potentiel de la notation court terme de Pathé Cinémas SAS.

- **Facteurs négatifs (↓)**

Une baisse de la notation court terme de Pathé Cinémas à EF3 pourrait être envisagée dans le cas d'une dégradation de la notation long terme de référence, ou encore en cas de détérioration du profil de liquidité, qui passerait à un niveau « Adéquat » avec une perspective de CMEE Stable ou Négative, ou à un niveau « Faible » quel que soit le niveau de CMEE. Ce scénario résulterait d'un affaiblissement du profil financier du groupe, conséquence d'une révision à la baisse des perspectives opérationnelles de Pathé Cinémas, entraînant une dégradation de nos ratios financiers, avec un levier net ajusté dépassant 5.0x ou un ratio de couverture des intérêts durablement inférieur à 5.0x.

De plus, une détérioration du profil de crédit du groupe Pathé, consolidé au niveau de Pathé SAS, pourrait également, sur une base individuelle, limiter la qualité de crédit de Pathé Cinémas SAS.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

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 consider 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 bare 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: <https://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 © 2023 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