



ISSUER RATING
ShortTerm



INSTRUMENT RATING
NeuCP

Initiation date 06/12/2022
Rating Date 28/11/2025

Contacts

Lead analyst
Reda Mouaacha
reda.mouaacha@ethifinance.com

Committee chair
Rosa Santiago Maldonado
rosa.santiago@ethifinance.com

Action De Notation Et Justification

- EthiFinance Ratings confirme la notation court-terme de Pathé Cinémas SAS ainsi que de celle de son instrument NEU CP de €300m, à EF2.
- Pathé Cinémas ("Le groupe") est la branche d'exploitation de salles du groupe éponyme, spécialisées dans la projection cinématographique, tandis que le groupe compte également une branche de production de contenus.
- Notre confirmation de la notation court terme reflète principalement la résilience du groupe Pathé face aux évolutions macroéconomiques affectant l'ensemble du secteur cinématographique, la notation de Pathé Cinémas SAS demeurant toujours en partie portée par l'évaluation de crédit interne réalisée sur le groupe Pathé (non noté publiquement) dans son ensemble et pas uniquement sur Pathé Cinémas SAS.
- En 2024, le marché français a surperformé les autres marchés européens, totalisant 181.5 millions d'entrées, porté notamment par deux succès nationaux majeurs : Un p'tit truc en plus (11.7 millions d'entrées) et Le Comte de Monte-Cristo (10.6 millions et produit par Pathé). Cette dynamique a permis au groupe d'atténuer l'impact de l'absence de blockbusters américains. En 2024, la marge d'EBITDA ajusté (après retraitement des locations simples) s'établissait à 25.4% (contre 26.2% en 2023), tandis que le free cash-flow ressortait positif à €124m (contre -€36m en 2023), soutenu par un apport en capital de €155m réalisé par Pathé SAS. Ce soutien s'est poursuivi au premier semestre 2025, avec une nouvelle injection de €100m. À fin 2024, le levier net ajusté s'établissait à 4.0x (vs 4.3x à fin 2023), tandis que le ratio de couverture des intérêts s'était légèrement replié, passant de 6.4x à 5.1x, mais restait tout de même adéquat par rapport au niveau actuel de notation.
- À fin juin 2025, les résultats du groupe étaient en retrait par rapport au premier semestre 2024, en raison d'un effet de base défavorable lié à la moindre performance des « line-ups » français, par rapport à 2024, ainsi qu'au décalage de plusieurs films à fort potentiel sur le marché national et international. À fin octobre 2025, la fréquentation en France affichait une baisse de 15%, ce qui devrait peser sur la rentabilité du groupe en 2025 et entraîner une détérioration temporaire des ratios de crédit. Nous anticipons toutefois une amélioration de la fréquentation à partir de 2026, portée par la sortie prévue de plusieurs nouveaux films américains et français à fort potentiel, susceptibles de ramener le niveau d'entrées nationales à un volume proche de celui observé en 2024.
- Pathé Cinémas figure parmi les cinq premiers acteurs européens en nombre d'écrans, avec 1316 à fin 2024. Le maintien de cette position résulte d'une stratégie de développement soutenue, combinant rénovations majeures intégrant des technologies premium et nouvelles ouvertures. Cette dynamique vise à renforcer le maillage géographique du groupe dans son ensemble et à soutenir sa marque à l'international. Par ailleurs, le groupe bénéficie d'une gouvernance et d'un actionnariat solides, marqués par une expérience sectorielle significative et un soutien financier récurrent. L'entrée au capital à hauteur de 20% dans Pathé SAS par Merit (holding familial de la famille Saadé, à la tête du groupe CMA CGM) constitue un élément favorable pour la diversification actionnariale et contribue au renforcement du profil de crédit de Pathé Cinémas.
- En revanche, nos notations demeurent contraintes par une diversification géographique limitée : en 2024, 86.5% des revenus de Pathé Cinémas provenaient de la France et des Pays-Bas. Elles sont également contraintes par des ratios de crédit modestes au regard du secteur, avec un levier net ajusté de 4.0x à fin 2024 et un ratio attendu de 4.4x à fin 2025, ce qui situe le profil de risque financier du groupe légèrement en dessous du profil de risque sectoriel. Par ailleurs, le marché français est marqué par un faible nombre de films français 'locomotives', en lien avec une faible récurrence de titres dépassant les 2 à 3 millions d'entrées.
- 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'émetteur

Pathé Cinémas SAS est une filiale à 100% du groupe Pathé SAS, l'un des leaders européens dans l'exploitation de salles de cinéma et de production de contenus. Fondé en 1896, le groupe Pathé SAS est une entreprise française historique dans l'industrie cinématographique, spécialisée dans la production, la distribution et l'exploitation cinématographique. En France, Pathé Cinémas est le premier exploitant de salles de cinémas avec 857 salles et 1316 écrans, et a enregistré près de 55.7 millions d'entrées sur l'ensemble du périmètre du groupe. En Europe, le groupe détient 4.5% de parts de marché en termes de nombre d'écrans (source : Rapport annuel d'UNIC, 2024).

En 2024, Pathé Cinémas a enregistré un chiffre d'affaires de €860m, en baisse de 2.6%, et un EBITDA ajusté (après retraitement des locations simples) s'élevant à €218.4m. À fin décembre 2024, le levier net ajusté par EthiFinance Ratings atteignait 4.0x.

Fondamentaux

PROFIL D'ACTIVITE

Appréciation du risque sectoriel

- **Le marché français du cinéma en 2024 : une croissance soutenue portée par les productions nationales, malgré la concurrence persistante des plateformes de streaming.**

Le marché français demeure le plus important en Europe, avec 6 354 écrans et 181.5 millions d'entrées en 2024, contre 180 millions en 2023, dont 44.8% attribuées aux productions nationales (CNC). La France affiche la reprise post-Covid la plus robuste parmi les marchés comparables, soutenue par la diversité et le succès des films français sortis en 2024 (Un p'tit truc en plus, Le Comte de Monte Cristo, L'amour ouf, En fanfare et Monsieur Aznavour). La baisse de l'offre américaine à la suite des grèves à Hollywood en 2023, provoquant le report de plusieurs blockbusters, a renforcé la visibilité des productions nationales à travers l'Europe. Cependant, fin octobre 2025, le marché français enregistrait une contraction de 15% des entrées par rapport à la même période de 2024, avec une part de marché de 37.9% pour les films nationaux. Cette baisse reflète un creux d'offre, marqué par un nombre limité de films français 'locomotives' (films dépassant 2 à 3 millions d'entrées), malgré un rythme de sorties nationales supérieur à celui des productions américaines. Pour 2025, nous anticipons donc une performance nettement inférieure à celle de 2024, avec un volume total d'entrées estimé à 155 millions. Ce niveau devrait peser sur les marges des exploitants français, en raison d'une absorption réduite des coûts fixes (loyers, énergie) et d'une pression sur la rentabilité du secteur.

Sur le long terme, nous pensons que les plateformes de streaming continueront à capter une partie du public des salles, bien que le cinéma et le streaming restent deux expériences fondamentalement distinctes. Ce risque de transfert d'audience est d'autant plus sensible que certaines plateformes opèrent également comme producteurs de franchises à fort potentiel, à l'image de Disney via Marvel ou Pixar. En France, les discussions autour de la chronologie des médias se concentrent davantage sur les fenêtres premium post-salles, notamment la concurrence entre Canal+ et les plateformes d'abonnement, plutôt que sur une remise en cause de la fenêtre de sortie cinéma, qui demeure relativement protégée. À l'avenir, il est probable que les studios continuent de privilégier une exploitation initiale en salles. Néanmoins, si les producteurs obtenaient un raccourcissement significatif des fenêtres post-salles, l'attractivité du visionnage en streaming pourrait progresser au détriment des exploitants, en incitant une partie du public à attendre la disponibilité sur plateforme plutôt qu'à se déplacer en salle.

- **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 proportion croissante de la montée en gammes des salles, afin d'adapter la qualité des films aux attentes des clients (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 les 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 partiellement atténuées par la proportion importante des charges variables dans la structure 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 du pouvoir de négociation de chaque exploitant). 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 renforcé par une stratégie d'expansion, de rénovation et de montée en gamme.**

Pathé Cinémas figure parmi les leaders européens du secteur (Top 5) et occupe une position dominante en France, premier marché du continent, où il détenait 20% de parts de marché en 2024 en termes d'entrées (contre 21% en 2023). Le groupe bénéficie également d'une présence solide aux Pays-Bas, avec 44% de parts de marché en termes d'entrées, ainsi qu'en Belgique (16%). Ce leadership s'est progressivement consolidé grâce à une stratégie d'acquisitions ciblées de petite et moyenne taille depuis la reprise de Pathé SAS par Jérôme Seydoux en 1990. Parallèlement à cette croissance externe, l'entreprise a poursuivi l'expansion organique de son réseau via l'ouverture de nouveaux cinémas, renforçant son maillage territorial en France tout en appuyant son développement international. En 2024, la rentabilité de Pathé, mesurée par la marge opérationnelle, s'est inscrite dans la moyenne des quatre principaux concurrents européens. Toutefois, son levier net demeure légèrement supérieur à celui de ses pairs, ce qui pénalise son profil financier par rapport à ses pairs sur le secteur.

La société poursuit une stratégie d'investissement centrée sur la rénovation de ses cinémas existants, dont 62% étaient détenus en propre à fin décembre 2024, afin de renforcer l'offre premium et d'équiper les salles des principales technologies immersives disponibles. Le Pathé Palace (9 500 m², 7 salles, 854 sièges), rouvert après cinq années de travaux en remplacement de l'ancien Gaumont Opéra, illustre cette montée en gamme. Le tarif adulte standard y est fixé à 25 € (le cinéma le plus cher de France), reflétant une politique tarifaire adaptée à la localisation et au niveau de services de chaque salle.

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

La diversification géographique de Pathé Cinémas demeure limitée, l'entreprise restant fortement dépendante de la France et des Pays-Bas, qui représentaient 86.5% du nombre total d'écrans à fin 2024. La présence hors Europe reste marginale. Toutefois, le groupe poursuit l'expansion de son réseau grâce à de nouvelles ouvertures en France et aux Pays-Bas, renforçant ainsi son maillage territorial et la visibilité de sa marque sur ses marchés clés. La France étant le premier marché européen, cela compense partiellement cette concentration géographique et renforce notre notation de crédit. Sur le volet produit, Pathé a lancé depuis 2024 sa nouvelle plateforme VOD en France, lui permettant d'élargir sa base clientèle grâce à des campagnes marketing ciblées et des offres promotionnelles destinées à accélérer la phase de montée en puissance.

Gouvernance

- **Un actionnariat familial expérimenté**

Pathé Cinémas bénéficie de l'expérience et de la vision long terme de son actionnaire familial, Pathé SAS (Familie Seydoux), un élément que nous considérons favorable du point de vue du crédit. Ce soutien s'est matérialisé par des apports financiers significatifs, notamment €155m en 2024 et €100m en 2025. Nous estimons également que l'entrée au capital à hauteur de 20% de 'Merit' – holding familial de la famille Saadé, à la tête du groupe CMA CGM – constitue un facteur positif en matière de diversification actionnariale au niveau de Pathé SAS.

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

Malgré un environnement de marché défavorable ces dernières années, marqué par une baisse de l'offre de films américains, un dynamisme insuffisant des productions nationales et la concurrence accrue des plateformes de streaming, la direction est parvenue à maintenir les ratios de crédit à des niveaux maîtrisés. Depuis le versement de €17m de dividendes en 2019, aucun autre paiement n'a été effectué, et aucun versement n'est prévu sur notre horizon de projection (2025-2027). La politique financière du groupe demeure ainsi relativement prudente, malgré un levier net encore élevé.

- **Politique ESG : léger impact environnemental et progrès sociaux notables**

En matière d'impact environnemental, l'intensité énergétique de Pathé a progressé de 5% entre 2023 et 2024, tandis que son intensité d'émissions carbone (scope 1 & 2) a augmenté de 8% sur la même période. Ces niveaux sont comparables à ceux d'acteurs de taille similaire, et restent faibles au regard de l'impact environnemental limité du secteur. Le groupe ne publie à ce jour aucun objectif chiffré relatif à sa trajectoire de décarbonation. Sur le plan social, Pathé Cinémas affiche un indice d'égalité professionnelle de 98/100, l'un des plus élevés du secteur, et compte 50% de femmes parmi ses managers à fin 2024. Par ailleurs, l'élaboration en cours d'une charte d'achats responsables constitue une avancée notable, susceptible d'améliorer le score ESG global du groupe à terme.

Profil financier

Résultats et profitabilité

- **Un volume d'entrées en léger recul en 2024, avec une tendance baissière observée en 2025**

En 2024, le chiffre d'affaires a légèrement reculé, passant de €883.4m en 2023 à €860m, en lien avec une baisse des entrées de 57.2 millions à 55.7 millions sur le périmètre Pathé. Les deux principaux marchés ont été affectés par ce repli, avec une baisse de 7% à 35.6 millions d'entrées pour la France et une diminution de 5% à 13.2 millions aux Pays-Bas. La marge d'EBITDA ajusté (après retraitements des loyers) s'est contractée de 80 points de base à 25.4% contre 26.2% en 2023.

Au premier semestre 2025, la fréquentation a été pénalisée par un manque de dynamisme des productions françaises ainsi que par un rythme réduit de sorties américaines, historiquement les plus susceptibles de générer des blockbusters à plusieurs millions d'entrées. Sur la base des résultats non audités à fin juin 2025, nous anticipons pour l'exercice 2025 une nouvelle contraction de la marge d'EBITDA ajusté, susceptible d'exercer une légère pression temporaire sur l'ensemble des ratios de crédit. Mais à partir de 2026, nous nous attendons à une amélioration de la marge, tirée par la sortie de plusieurs films importants nationaux et internationaux.

Structure de la dette

- **Structure d'endettement diversifiée et trajectoire de refinancement maîtrisée**

Au 30 Juin 2025, l'endettement à moyen et long terme se composait principalement d'un prêt à terme refinancé en décembre 2023 avec une maturité de 5 ans (37%), d'un programme d'Euro PP (environ 18%), et d'un prêt participatif de relance (PPR) représentant 12%. La dette court terme provenait essentiellement des NEU CP, avec un tirage de €65m à fin juin. Nos ajustements de dette incluent la capitalisation des contrats de location simple (€329m) ainsi que les provisions pour retraites, soit €17m. À fin juin, la dette nette reportée a légèrement diminuée de 3% et devrait rester proche de €500m sur notre horizon de prévision, principalement sous l'effet des refinancements de l'Euro PP de €101m en 2026 et des échéances du term loan pour €56m au 2ème semestre de 2025 et 2026. Nous prévoyons que la dette nette ajustée devrait se situer entre €750m et €850m sur notre horizon de prévision.

L'ensemble des lignes de financement est classé « senior non garanti », à l'exception du PPR, de rang subordonné. Les covenants financiers (hors PPR), étaient respectés à fin décembre 2024.

Génération de trésorerie et levier

- **Génération de cash-flow assainie et trajectoire de désendettement sous contrôle malgré un pic temporaire du levier net**

Le free cash-flow ajusté (flux de trésorerie d'exploitation – intérêts payés – flux d'investissement – dividendes versés) ressortait positif à €124m en 2024, contre -€36m en 2023. Cette amélioration résulte principalement de l'apport en fonds propres de €155m réalisé par Pathé SAS, ainsi que de la réduction des CapEx, passés de €139m du chiffre d'affaires à €101m en 2024. À fin juin 2025, le free cash-flow reporté demeurait positif, soutenu par un nouvel apport en fonds propres de Pathé SAS de €100m au titre de l'exercice 2025.

À fin 2024, le levier net ajusté s'établissait à 4.0x, en légère amélioration par rapport à 4.3x fin 2023. Le ratio de couverture des intérêts s'est toutefois détérioré à 5.1x (contre 6.4x en 2023). Nous anticipons un ratio de couverture qui devrait rester au-dessus de 6.0x à partir de 2026, après une nouvelle détérioration attendue à 4.5x à fin 2025. Sur la base des informations transmises par le management, nous projetons un levier net ajusté qui devrait tendre vers 3.7x à partir de 2026, avec un pic estimé à 4.4x à fin décembre 2025.

Liquidité

- **Un profil de liquidité robuste**

Au 30 juin 2025, le groupe disposait de €42m de trésorerie et de €350m de lignes de crédit disponibles, dont €50m de court terme, ainsi qu'une ligne de crédit renouvelable (RCF) de €350m, dont €303m étaient disponible à fin juin 2025 et arrivant à échéance en 2028. La liquidité a également été renforcée par l'augmentation de capital de €100m réalisée au premier semestre de 2025. La liquidité a également été renforcée par l'augmentation de capital de €100m réalisée au premier semestre de 2025, procurant au groupe une marge de sécurité confortable pour faire face à ses prochaines échéances. Cependant, compte tenu du levier net attendu à fin 2025, qui devrait dépasser le seuil de 3.25x associé au covenant de l'Euro PP qui arrive à maturité en 2026, le groupe qui souhaite éviter un waiver en cas de bris de covenant anticipe une éventuelle nouvelle opération d'injection de capital par Pathé SAS afin d'avoir un niveau de headroom suffisant par rapport au ratio de covenant. En outre, la diversification des sources de financement s'est renforcée grâce à une hausse de l'encours moyen du programme NEU CP, passé de €50m en 2024 à €80m en 2025.

Conformément à notre méthodologie, nous considérons que le groupe présente un score de liquidité « Supérieur », reflétant à la fois un niveau de headroom confortable dans un scénario de restriction d'accès aux financements et un profil de refinancement jugé satisfaisant, renforçant ainsi notre notation court-terme.

Perspectives d'évolution des ratios de crédit (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 par rapport à la tendance normative du groupe, l'année 2024 étant jugée exceptionnellement basse au regard de cette tendance.

Projections financières

Nos projections, sur la période 2025-27, reposent sur les principales hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires en recul en 2025, suivi d'un fort rebond à deux chiffres en 2026, puis d'une stabilité en 2027.
- Marge d'EBITDA ajustée en moyenne de 23.2%.
- CapEx représentant en moyenne 11.4% du chiffre d'affaires.
- Levier net ajusté à 4.4x à fin 2025 (point bas), puis stabilisé autour de 3.7x à partir de 2026.
- Ratio de couverture des intérêts à 4.5x à fin 2025 (point bas), puis stabilisé au-dessus de 6.0x à compter de 2026.

Principaux chiffres financiers

Principaux chiffres financiers. €m				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Chiffre d'affaires	735	883	860	-2.6%
EBITDA ajusté ⁽¹⁾	205	231	218	-5.6%
Marge d'EBITDA ⁽²⁾	27.9%	26.2%	25.4%	-0.8pp
EBIT	66	84	64	-23.8%
Marge d'EBIT	9.0%	9.5%	7.5%	-2.1pp
EBT	88	108	94	-12.9%
Total de l'actif	1,803	1,849	1,889	2.1%
Capitaux propres	632	659	837	27.0%
Dette totale ajustée ⁽²⁾	1,050	1,077	984	-8.7%
Dette nette ajustée ⁽²⁾	932	989	878	-11.3%
Capitaux propres / Dette totale ajustée ⁽²⁾	60.2%	61.2%	85.1%	23.9pp
Dette nette ajustée / EBITDA ajusté ^{(1) (2)}	4.5x	4.3x	4.0x	-0.3x
CAF ajustée ⁽³⁾	157	152	169	11.2%
CAF ajustée / Dette nette ajustée ^{(2) (3)}	21.0%	19.0%	23.4%	4.5pp
EBITDA / Intérêts ⁽¹⁾	7.3x	6.4x	5.1x	-1.3x
(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				

Sensibilité 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 à ce stade, car cela impliquerait 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 d'au moins 18.0x.

Par ailleurs, une amélioration significative du profil de crédit du groupe Pathé, consolidé au niveau de Pathé SAS, pourrait également, 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 en cas de dégradation de la notation long terme de référence de Pathé SAS,. Il en serait de même en cas de dégradation du CME à 'Négatif', ou encore d'une détérioration du profil de liquidité, qui passerait à un niveau « Adéquat » avec une perspective de CME Stable ou Négative, ou à un niveau « Faible » quel que soit le niveau de CME. Un tel scénario résulterait d'un affaiblissement du profil financier du groupe, notamment en cas d'année 2026 marquée par un niveau d'entrées inférieur aux attentes, en raison d'un nombre insuffisant de films « locomotives ». Dans un tel scénario, les nos ratios financiers pourraient fortement se dégrader. Le levier net ajusté dépasserait ainsi potentiellement 5.0x , tandis que le ratio de couverture des intérêts pourrait devenir inférieur à 5.0x.

De plus, une détérioration du profil de crédit du groupe Pathé dans son ensemble, consolidé au niveau de Pathé SAS, pourrait également, 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>
 - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
 - 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 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 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