

EF3

ISSUER RATING

Short-Term

EF3

INSTRUMENT
RATING

Neu CP

Initiation date 06/12/2022

Rating date 06/12/2023

Contacts

Associate

Mickael KEREZEON

mickael.kerezeon@ethifinance.com

ACTION DE NOTATION ET JUSTIFICATION DE LA NOTATION

- EthiFinance Ratings confirme la note court-terme, attribuée à l'entreprise et au programme de NEU CP de €300m de Pathé Cinémas SAS (anciennement Les Cinémas Pathé Gaumont SAS), à EF3.
- Ces notations résultent du profil d'activité solide de Pathé Cinémas, la société étant notamment leader sur le marché français, qui demeure le marché principal en Europe, avec une part de marché presque deux fois supérieure à son plus proche concurrent. Pathé Cinémas maintient cette position en poursuivant activement le développement de son réseau de cinémas, que ce soit par des rénovations majeures ou de nouvelles ouvertures. Cette expansion vise à renforcer son maillage géographique en France 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 assez prudente. En 2022, Pathé Cinémas s'est notamment significativement désendettée grâce à des cessions d'actifs et à une augmentation de capital.
- Enfin, il convient de noter que la qualité de crédit de Pathé SAS, société mère du groupe auquel appartient Pathé Cinémas, n'influe pas sur la notation finale de Pathé Cinémas, puisque la société mère et l'entité notée partagent la même catégorie de notation selon notre méthodologie.
- En revanche, nos notations sont contraintes par une diversification géographique limitée, Pathé Cinémas étant dépendante de la France et encore peu présente en dehors de l'Europe. Celles-ci sont aussi contraintes par des ratios de crédit qui portent encore les conséquences de la crise Covid-19, même s'ils devraient s'améliorer graduellement, avec un ratio de net levier ajusté à 4.7x à fin 2022 contre 3.5x attendu à fin 2025.
- 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 du secteur. En outre, notre évaluation de la politique ESG de la société fait ressortir un score neutre (score compris entre 1.5 et 3.5). Notre notation n'a donc pas été impactée par la prise en compte des critères ESG.

DESCRIPTION DE L'EMETTEUR

Le groupe Pathé est un leader dans son secteur d'activité en Europe. Il est présent dans les différents métiers du cinéma : la production cinématographique, la distribution de films qui sont tous deux hors du périmètre de cette notation. En effet, l'entité notée est Pathé Cinémas, spécialisée dans l'exploitation de salles de cinéma, une filiale à 100% de Pathé SAS. Pathé Cinémas est leader sur la plupart des marchés sur lesquels le groupe opère avec environ 49m d'entrées en 2022. En France, Pathé Cinémas domine le marché avec 21.8% de parts de marché en 2022.

En 2022, Pathé Cinémas a enregistré un chiffre d'affaires de €735.3m, et un EBITDA ajusté s'élevant à €205.7m. À la fin de décembre 2022, le levier net ajusté par EthiFinance Ratings, atteignait 4.7x. Dans une démarche stratégique d'investissement dans les salles de cinéma et de consolidation du marché, le groupe Pathé envisage une introduction en bourse à l'horizon 2024/2025. Bien que les détails quantitatifs et la valorisation de cette opération n'aient pas encore été divulgués, l'objectif de cette introduction en bourse est de mobiliser des capitaux propres dans une perspective d'investissement. A ce stade, l'opération n'a pas été modélisée dans ces notations.

FONDAMENTAUX

PROFIL D'ACTIVITE

EVALUATION DU PROFIL DE RISQUE DU SECTEUR

- **Le secteur bénéficie de la disparition des derniers effets de la crise Covid-19. Toutefois, la coexistence avec les plateformes de streaming pourrait potentiellement empêcher le secteur de retrouver les fréquentations d'avant pandémie.**

Le marché français est le plus important en Europe avec un total de 152m d'entrées en 2022, contre 96m en 2021, mais demeurent néanmoins inférieures de 27% à la moyenne de la période 2017-2019. À la fin du premier semestre 2023, 91.8m d'entrées dans les salles ont été vendues, soit une hausse de 26% par rapport à 2022 (73.1m), mais toujours 12 % en dessous de la moyenne 2017-2019 (104.6m), selon les données du CNC. Dans ce contexte positif, nous prévoyons que le chiffre d'affaires et l'EBITDA de Pathé Cinémas pour 2023 seront nettement meilleurs et devraient dépasser leur niveau pré-Covid-19. Cette hausse substantielle de la fréquentation des salles de cinéma depuis 2021 s'explique par la disparition des derniers effets de la crise de la Covid-19 pour les spectateurs, mais surtout par la densification de l'offre cinématographique en 2023, alors que la production cinématographique avait pris du retard pendant la pandémie, impactant l'offre en 2022. Pour l'année 2024, suite à la normalisation complète de l'activité, les catalyseurs de croissance devraient être moins importants, laissant entrevoir une possible stabilisation de la fréquentation des salles.

Sur le plus-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 implique de fait d'importants actifs immobiliers (accueil des spectateurs, salles de cinéma) qui peuvent être directement détenus par l'exploitant ou peuvent faire l'objet de location. Ces actifs doivent bénéficier de bons emplacements et être de bonne qualité (nombre de salles et technologies adaptés à la démographie) puisque le cinéma est plutôt un marché local, très lié à l'écosystème dont il est à la fois moteur et dont il se sert pour attirer des spectateurs. Enfin, les barrières à l'entrée sont accentuées du fait de la digitalisation de plus en plus importante des activités et notamment du parcours clients. En effet, les grandes chaînes de salles de cinémas sont dotées désormais de sites internet et applications mobiles. Ces outils numériques permettent à l'utilisateur de prendre connaissance des films à l'affiche ainsi que d'y effectuer une réservation, ce qui permet un accès direct à la salle sans attendre.

- **Les variations de la rentabilité sont atténuées par la proportion importante des charges variables des entreprises au sein de l'industrie**

La structure de coûts des sociétés exploitant des 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.

POSITIONNEMENT ET AVANTAGES CONCURRENTIELS DE LA SOCIETE

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

Pathé Cinémas est un leader en Europe, et plus particulièrement en France qui est le plus gros marché européen et où l'entreprise est numéro 1 en parts de marché. Pathé Cinémas a consolidé ce leadership via une série de petites et moyennes acquisitions depuis la reprise de Pathé SAS par Jérôme Seydoux en 1990. En outre, en plus des acquisitions d'entreprises, Pathé Cinémas a développé son portefeuille de cinémas en procédant à de nouvelles ouvertures afin de renforcer son maillage géographique en France et de se développer à l'international.

Depuis le milieu des années 2010, la société a également adopté une stratégie d'investissement marquée par d'importantes rénovations des cinémas (dont 60% étaient détenus en propre à fin décembre 2022) afin de proposer des services haut de gamme au travers de cinémas qui disposent de toutes les technologies immersives disponibles. Ainsi aujourd'hui, Pathé Cinémas bénéficie d'une bonne image de marque, de la qualité de ses cinémas et de l'intégration du digital dans ses activités (applications, sites-web).

- **Diversification géographique plutôt limitée**

Pathé Cinémas a une diversification géographique limitée, l'entreprise étant dépendante de la France 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 de se développer à l'international. En outre, la France est le principal marché européen, ce qui compense légèrement ce manque de diversification géographique.

GOUVERNANCE

- **Actionnariat et management**

Pathé Cinémas bénéficie de l'actionnariat familial et expérimenté de Pathé SAS, avec une vision long-terme, ce qui est selon nous positif d'un point de vue crédit. De plus, Pathé a fait évoluer sa gouvernance et compte désormais 4 administrateurs qualifiés d'indépendants sur un total de 9 administrateurs.

La distribution de dividendes est raisonnable avec respectivement €27m et €17m versés en 2018 et 2019, soit environ 22% et 11% de la CAF des années considérées. Il n'y a pas eu de versement de dividendes entre 2020 et 2022 mais le business plan fait part d'un retour du versement de dividendes modéré à partir de 2023.

PROFIL FINANCIER

RESULTATS ET PROFITABILITE

- **Chiffre d'affaires et EBITDA en forte progression avec la disparition des effets Covid-19**

En 2022, le chiffre d'affaires et l'EBITDA ajusté ont connu une remarquable progression. En effet, le chiffre d'affaires a enregistré une croissance significative, passant de €404m en 2021 à €735m en 2022. Cette nette amélioration s'explique par la disparition graduelle des impacts de la pandémie de Covid-19. Parallèlement, la rentabilité du groupe s'est renforcée, avec un EBITDA ajusté de €206m pour l'exercice 2022, comparé à €154m en 2021. Il convient de souligner que la profitabilité en 2021 avait bénéficié des mesures de soutien gouvernementales, suite à la fermeture administrative des cinémas en Europe.

Au cours du premier semestre 2023, le chiffre d'affaires a enregistré une augmentation de 33%. Cette performance est notamment due à la dynamique positive induite par la

reprise des activités cinématographiques et à la sortie de plusieurs films majeurs au cours de la période. Ainsi, l'année 2023 devrait être très bonne pour Pathé Cinémas, avec des prévisions dépassant les niveaux pré-Covid-19 en termes de revenus et de rentabilité.

CASH-FLOW ET LEVIER

- **Les ratios financiers s'améliorent et devraient retrouver leur niveau d'avant crise à fin 2024**

Le FCF après paiement des intérêts, excluant les €142m provenant des cessions d'actifs et l'augmentation de capital de €35m en 2022, ressortait en positif à €98m. Cette performance solide du FCF résulte de la génération de trésorerie liée à l'activité (€119m) et de l'impact favorable du BFR de €73m, attribuable à un niveau d'activité en amélioration et à un BFR structurellement négatif dans le secteur. Les dépenses d'investissement s'élevaient à €93m en 2022, en ligne avec la stratégie de montée en gamme des actifs du groupe, et au développement de nouveaux sites au cours des prochaines années.

À fin-2022, le levier net ajusté, selon EthiFinance, s'établissait à 4.7x, marquant une nette amélioration par rapport aux 7.3x enregistrés à fin-2021. Cela découle, comme précédemment mentionné, d'un flux de trésorerie disponible positif, ainsi que d'opérations de cession d'actifs (€142m) et d'une augmentation de capital (€35m), réduisant ainsi la dette nette ajustée de €1.1mds à fin-2021 à €968m à fin-2022. Toutefois, la réduction de l'endettement ajusté n'est pas plus importante en raison de l'augmentation du montant des engagements de locations simples (non capitalisés par la société), principalement liée à l'opération de « sales and lease back » réalisée en 2022. Ces engagements, qui font l'objet d'un ajustement sur la dette reportée, ont en effet augmenté de €219m à fin 2021 à €326m d'euros à fin 2022.

Selon nos projections, le plan d'investissement sur plusieurs années mentionné précédemment devrait être intégralement financé par la trésorerie générée par l'activité, avec des marges suffisantes pour maintenir l'endettement à son niveau de fin 2022. Ainsi, le maintien de l'endettement à son niveau de fin 2022, couplé à un EBITDA ajusté en croissance, devrait permettre une amélioration graduelle des ratios de crédits. En effet, nos prévisions indiquent une diminution du niveau du levier net ajusté, passant de 4.7x à fin 2022 à 3.5x à fin 2025. Ce niveau de levier ne tient pas compte de la possible introduction en bourse.

CAPITALISATION ET LIQUIDITE

A fin décembre 2022, la dette se décomposait principalement en deux Euro PP (c. 30%), des prêts d'acquisitions (22%) et deux lignes de crédits renouvelables (c.16%). La dette restante est composée d'un Prêt Garanti par l'Etat (PGE), un Prêt Participatif Relance (PPR), des contrats de crédit-bail et d'autres dettes. L'ajustement de dette, correspondant à la capitalisation des contrats de location simple, représente un peu moins de la moitié de la dette brute au bilan. Toutes ces lignes de financement ont un statut « sénior non garanti », sauf le Prêt Participation Relance (PPR) qui est subordonné. Les covenants sont les mêmes pour toutes les lignes de financement et ne tiennent pas compte du PPR.

- **Profil de liquidité adéquat**

Selon notre méthodologie, la liquidité de Pathé Cinémas est considérée comme « adéquate ». Elle est impactée par la date d'échéance des lignes de crédit revolving dont la principale arrive à expiration en novembre 2024. Néanmoins, cette ligne de financement contient deux options d'extension d'une année chacune, à l'approbation des prêteurs. Des discussions avec les créanciers sont en cours à ce sujet.

CMEE (PERSPECTIVE D'EVOLUTION DES RATIOS DE CREDITS)

- **CMEE : Positif**

Notre CMEE est Positif : Les ratios financiers devraient continuer de s'améliorer sous l'impulsion d'un EBITDA en croissance et d'une bonne génération de trésorerie, qui permettra de couvrir les investissements envisagés tout en maintenant l'endettement à son niveau actuel.

PRINCIPAUX CHIFFRES FINANCIERS

Main financial figures. millions of (€ m)					
	FY20	FY21	FY22	22vs21	21vs20
Turnover	300	404	735	34.9%	81.9%
EBITDA	52	154	206	199.2%	33.4%
EBITDA Margin	17.2%	38.1%	28.0%	20.9pp	-10.2pp
EBIT	-92	12	66	n.a.	451.7%
EBIT Margin	-30.8%	3.0%	9.0%	33.8pp	6.0pp
EBT	-119	-19	34	n.a.	n.a.
Total Assets	1 833	1 826	1 803	-0.4%	-1.3%
Equity	592	583	602	-1.4%	3.2%
Total Financial Debt	1 345	1 177	1 122	-12.5%	-4.6%
Net Financial Debt	1 308	1 138	1 005	-13.0%	-11.7%
Equity/TFD	44.0%	49.6%	53.7%	5.6pp	4.1pp
NFD/EBITDA	25.4x	7.4x	4.9x	-18.0x	-2.5x
Funds From Operations	-7	89	119	n.a.	33.2%
FFO/NFD	1.9%	10.7%	15.7%	8.8pp	5.0pp
EBITDA/Interest	1.9x	4.9x	6.4x	3.0x	1.5x

SENSIBILITE DE LA NOTATION

- **Liste des notations:**
 - **Notation corporate court terme: EF3**
 - **Notation NEU CP: EF3**
- **Facteurs positifs pouvant impacter la notation d'entreprise court-terme et la notation de l'instrument (↑).**

Un relèvement de la note de Pathé Cinémas à EF2 pourrait être envisagé si la société réduisait durablement et de manière significative son levier net ajusté en dessous de 3.5x, tout en améliorant son profil de liquidité à Supérieur, ce qui proviendrait de l'extension des échéances de ses lignes de crédit renouvelables de plusieurs années. Une amélioration significative du profil de crédit du groupe Pathé, consolidé au niveau de Pathé SAS, pourrait également contribuer à améliorer le profil de crédit de Pathé Cinémas SAS. Toutefois, cette amélioration devrait provenir des autres divisions du groupe Pathé ou résulter d'opération financières au niveau de Pathé SAS.

- **Facteurs négatifs pouvant impacter la notation d'entreprise court-terme et la notation de l'instrument (↓).**

En revanche, nous pourrions envisager d'abaisser la note à EF4 en cas de révision à la baisse des perspectives opérationnelles du groupe Pathé Cinémas, et donc de nos ratios financiers, ce qui pourrait se traduire par un levier net ajusté supérieur à 5.0x de manière durable en plus d'une dégradation du profil de liquidité à Faible. Une détérioration du profil de crédit du groupe Pathé, consolidé au niveau de Pathé SAS, pourrait avoir pour effet de limiter la qualité de crédit de Pathé Cinémas SAS.

INFORMATIONS REGLEMENTAIRES

LEI : 969500W7L7GF939F0F69

Rapport d'initiation : Non

Initiation de la notation : le 6 décembre 2022 à EF3 pour la notation court-terme de l'entreprise et sur le programme de NEU CP.

Dernière action de notation : le 6 décembre 2022 à EF3 pour la notation court-terme de l'entreprise et sur le programme de NEU CP.

Nature de la notation : Sollicitée, notation publique court-terme d'entreprise et du programme NEU CP.

Avec participation de l'entité notée : Oui, ce rapport a été publié après avoir été revu par l'émetteur.

Avec accès à des documents internes : Oui

Avec accès à l'équipe dirigeante : Oui

Services annexes fournis à l'entité notée : *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.*

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

Principaux documents et sources utilisés :

- Rapports annuels 2022, 2021, 2020
- Rapports semestriels 2023
- Budget 2024 et business plan

Limitation de l'action de notation :

EthiFinance Ratings estime que la qualité et la quantité des informations disponibles sur l'entité notée sont suffisantes pour fournir une notation.

EthiFinance Ratings n'a aucune obligation d'auditer ou de vérifier l'exactitude des données fournies.

Principales méthodologies utilisées :

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, and in accordance with the short-term and long-term corporate rating methodologies that can be consulted on <https://www.ethifinance.com/en/ratings/methodologies> and according to the short-term corporate rating scale available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.

ETHIFINANCE RATINGS S.L.

18 Calle Velazquez

CP 28001 Madrid (SPAIN)

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