

Empresa Editora El Comercio S.A. – (El Comercio)

Informe Semestral

Ratings

Junio 2019

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior
Acciones de Inversión	2a (pe)	2a (pe)

Elaborado con Información Financiera No Auditada a junio 2019.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fecha 29/11/2019 y 31/05/2019.

Analistas

Hugo Cussato
 (511) 444 5588
hugo.cussato@aai.com.pe

■ Metodologías Aplicadas

Metodología Maestra de Clasificación de Empresas No Financieras – 01/2017

Indicadores Financieros

Millones de Soles (MM de S/)	NIF-16		Sin NIF-16		
	Jun-19	Jun-19*	Jun-18	Dic-18	Dic-17
Ingresos	586	586	607	1,246	1,336
EBITDA**	102	95	114	226	277
EBITDA Ajustado***	95	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Mg. EBITDA (%)	17.4%	16.3%	18.8%	18.2%	20.8%
Mg. EBITDA Ajustado (%)	16.3%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
EBITDAR	110	110	130	257	305
EBITDAR Ajustado ^	110	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Margen EBITDAR (%)	18.8%	18.8%	21.4%	20.6%	22.9%
Deuda Financiera Total	387	387	456	398	440
Deuda Ajustada Total ^^	612	589	712	633	653
Deuda financiera total / EBITDA	1.9	2.0	2.0	1.8	1.6
Deuda financiera neta / EBITDA	1.4	1.5	1.6	1.3	1.2
Deuda Ajustada total / EBITDAR	2.8	2.7	2.7	2.5	2.1
Deuda Ajustada Neta / EBITDAR	2.3	2.2	2.4	2.1	1.8
EBITDA / Gastos Financieros (x)	7.1	6.7	7.2	5.3	5.9
EBITDAR / (G. Fin. + G. Oper. Alq.)	4.9	3.8	4.1	3.5	4.1
EBITDAR Aj. / (G. Fin.+ Alq. Deveng.)	4.1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
ROE (promedio)	3.9%	4.3%	4.5%	2.7%	1.9%
ROA (promedio)	1.7%	2.1%	2.2%	1.2%	0.8%

(*) EE.FF. Proforma elaborados por A&A solo para fines comparativos

(**) EBITDA= Ut. Oper. (no incluye Otros ingresos y egresos) + Deprec.+ Amort.

(***) EBITDA Ajustado = EBITDA - Alquileres Devengados + G. Oper. Alquileres

(†) EBITDAR Ajustado = EBITDA + Gastos Operativos por Alquileres

(***) Deuda Ajust. Total = Deuda Fin.+ Pasivos por Alq.+ Gastos Oper. por Alq. por 7.0x

Fuente: El Comercio / Elaboración: A&A

Fundamentos

La clasificación de riesgo asignada a las acciones de inversión de Empresa Editora el Comercio S.A. se sustenta principalmente en lo siguiente:

■ **Liderazgo en el mercado:** Empresa Editora El Comercio comercializa 9 de los 12 diarios más leídos, entre ellos, el diario Trome, el cual cuenta con la mayor participación en lectoría diaria promedio (24.7% en la ciudad de Lima sobre el total de hombres y mujeres de 12 a 75 años de NSE A/B, C y D/E). Asimismo, el nivel de lectoría se mantiene, a junio 2019, en 3.6 millones de personas por día. De otro lado, El Comercio consolida sus estados financieros, entre otros, con Compañía Peruana de Radiodifusión S.A. (América TV), la cual registra un share de audiencia promedio de 39%, en particular en el horario *prime* de las 19 a 23 horas (47% entre abril y junio 2019).

■ **Estrategia de enfoque y consolidación:** La compañía pone énfasis en los contenidos informativos y publicitarios, así como en las transacciones digitales. De esta forma, ha venido saliendo de las operaciones de menor contribución y enfocándose en mantener aquellos negocios más rentables que generan sinergias, facilitan el control de costos y mejoran la estabilidad en los márgenes.

Asimismo, a partir del soporte reputacional del grupo y de la confianza que generan las marcas que mantiene, se busca desarrollar negocios que comuniquen a proveedores de bienes y servicios con usuarios potenciales. Lo anterior seguirá conduciéndose dentro del marco de la gestión financiera conservadora que tradicionalmente mantiene el Grupo.

■ **Los niveles de apalancamiento:** En períodos anteriores, la Compañía incrementó su endeudamiento debido a las adquisiciones e inversiones realizadas. Esto ha venido reduciéndose gradualmente. Así, durante junio 2019, El Comercio y subsidiarias registró un índice de Endeudamiento (Deuda / Ebitda) de 2.02x (1.76x a diciembre 2018), sin incluir los efectos de la NIIF-16. Cabe mencionar que este indicador se mantiene por debajo de 2.0x desde el 2016 y a la fecha, la deuda financiera está compuesta mayormente por pagarés de capital de trabajo. Por su parte, si se considera el indicador Deuda Ajustada Total / EBITDAR, se observa que el ratio aumentó a 2.7x a junio 2019 (2.5x al cierre del 2018) explicado por la mayor disminución proporcional del resultado operativo. Por otro lado, no se proyecta una inversión material a mediano plazo, por lo cual, si se considera la amortización de la deuda actual, se espera que el indicador Deuda / EBITDA converja alrededor de su rango histórico medio (1.4x-1.6x).

■ ¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

El rating podría verse modificado de manera negativa ante un escenario de mayor desaceleración económica y compresión de la industria que ejerza presión material en los indicadores de rentabilidad (ROE por debajo de 2.5% y ROA por debajo de 1.5% por más de dos años consecutivos).



■ Perfil

El objeto social de la Compañía es la edición, publicación y distribución de los diarios El Comercio, Trome, Perú.21, Gestión, Depor, Ojo, El Bocón y Correo; así como la venta de espacios publicitarios a través de la estación de televisión y en los mismos diarios. De igual forma, se dedica a la edición, publicación y distribución de libros, revistas, folletos, semanarios y todo tipo de publicaciones gráficas, productos multimedia y videos, llamados optativos.

Se debe mencionar que los contenidos informativos producidos por la Compañía, así como otros servicios editoriales, se difunden también a través de sus subsidiarias.

La Empresa cuenta para este fin, con cinco plantas de impresión, denominadas “Pando” y “Amauta”, en Lima; la Planta de Impresión en Chiclayo, Lambayeque; y, las Plantas de Huancayo y Arequipa, la cuales iniciaron operaciones en el 2014 y a fines del 2015, respectivamente.

Asimismo, la Compañía participa en la industria de medios de comunicación, siendo dos los rubros importantes en los que se puede medir su participación: la inversión publicitaria y su presencia en prensa escrita.

A junio 2019, la Compañía contaba con 29 subsidiarias. No obstante, luego de una serie de fusiones, adquisiciones y/o reorganizaciones societarias, Empresa Editora El Comercio cuenta con 28 subsidiarias a la fecha de elaboración de este informe.

Actualmente, las principales subsidiarias consolidadas de Empresa Editora El Comercio son las siguientes:

Vinculadas a la radiodifusión	
Plural TV S.A.C.	Propietaria de Compañía Peruana de Radiodifusión S.A. (Canal 4) y Productora Peruana de Información (Canal N).

Vinculados a servicios complementarios a la Empresa:	
Zetta Comunicadores del Perú S.A.E.M.A.	Constituida en 1995, siendo la Empresa Editorial El Comercio el principal accionista (part: 66.5%). Se dedica a la producción, elaboración, pre-impresión y edición de libros, cartillas, folletos, revistas y otros.
Zettaflexo Gráfica de Bolivia S.A.	Servicios gráficos y de impresión, cuyo principal accionista es la empresa Zetta Comunicadores del Perú S.A. EMA.
Producciones Cantabria S.A.C.	Fue adquirida a principios del 2007 y su actividad económica es la importación, exportación, edición, publicación, distribución y comercialización de libros y otras actividades conexas.
Punto y Coma Editores S.A.C.	Fue constituida a finales del 2006 y sus actividades principales son la importación, exportación, edición y comercialización de libros, periódicos, revistas y publicaciones en general.
Suscripciones Integrales S.A.C.	Se constituyó en el 2006 y su actividad económica es la prestación de servicios de impulso de suscripciones y productos en general y servicios de telemarketing. Brinda sus servicios exclusivamente a las empresas del Grupo.
Revistas Amauta S.A.C.	Constituida en junio 2006, su actividad principal es la intermediación de servicios de contenido de publicaciones (revistas).
Orbis Ventures S.A.C.	Se constituyó en mayo del 2000. Se encarga de la captación, producción, almacenamiento, comercialización y transmisión de información multimedia (principalmente de El Comercio, Peru.21, Trome y Gestión). Brinda además servicios de comunicación y servicios interactivos, desarrollando y operando websites y tecnología en internet, entre otros servicios. Cabe señalar que es propietaria del 85% de HouseOnline y Digital Commerce, así como el 100% de Interlatin Corporation.
PreSmart S.A.C.	En agosto de 2013 se adquirió accionariado de EPENSA (a la fecha se tiene el 100%), cuya principal actividad es la producción, edición, comercialización y distribución de diarios como Ojo, Correo, El Bocón y Ajá.

Otras actividades	
Inmobiliaria El Sol del Perú S.A.	Fue constituida en 1953, su actividad económica es la compra de bienes inmuebles, y su posterior arrendamiento, así como todas aquellas actividades inmobiliarias en general.
Houseline S.A.	Servicio de Comercio Electrónico (85.0%)
Peru.com S.A.	Servicio de Comercio Electrónico (100.0%)
Amauta Impresiones Generales	Administración, arrendamiento, explotación y compra-venta de bienes. (99.99%)
Vigenta Inmobiliaria	Inició operaciones el 30 de enero de 2012. Mantiene propiedades de inversión (terrenos e inmuebles), los cuales arrienda a empresas del grupo.
Vigenta Servicios Empresariales	Tenedora de acciones (99.99%)
Dataimágenes S.A.C.	Opera desde febrero del 2008, y su actividad económica es la prestación de servicios de impresión digital, impresión variable, alistamiento, envío y coordinación de la mensajería de documentos.
Jorsar S.A.C	Servicios inmobiliarios generales. 100% de participación

Fuente: El Comercio

■ Estrategia

La Compañía ha adaptado su estrategia a la consolidación de aquellas operaciones en las que posee mayor experiencia. En este sentido, sus planes están enfocados en las posiciones asociadas a contenidos informativos y publicitarios y, en paralelo, desarrollar nuevos negocios cuyo contenido esté soportado en data y transacciones digitales, las cuales generan sinergias que permiten un adecuado control de costos. De esta forma, a partir del soporte reputacional del grupo y de la confianza que generan las marcas que mantiene, se busca negocios que integren a proveedores de bienes y servicios con usuarios potenciales. Lo anterior sigue conduciéndose dentro del marco de gestión financiera conservadora que tradicionalmente mantiene el Grupo.

Además, la Compañía está reforzando su capacidad de monetización digital en Prensa, por lo cual se está poniendo mayor énfasis en el desarrollo de content marketing.

Así, desde el 2017 la Compañía se encuentra inmersa en un proceso de creación de un ecosistema digital caracterizado por cuatro factores: marcas, audiencias, data y transacciones. Es por ello que, se estableció que el ritmo de inversiones en los años 2018 y 2019 sería demandante, mientras que en el 2020 se comenzarían a ver los resultados de la creación de este ecosistema.

De esta manera, se realizaron proyectos de emprendimiento con el apoyo de Plug & Play Tech Center, la aceleradora de Start ups más importantes de Silicon Valley, la cual tiene acceso a las últimas tecnologías que permiten ser una herramienta importante en un ecosistema de soluciones.

Por otro lado, se ha puesto en marcha la creación de áreas centralizadas de Datos, Innovación e Inversiones, con el fin de acelerar la transformación hacia una empresa digital, tanto en servicios como en transacciones.

Asimismo, la incorporación de otros diarios complementó la oferta de El Comercio, lo que facilitó el captar nuevos segmentos del mercado, tanto por el lado de anunciantes, como por el lado de lectores.

Se debe mencionar que, como parte del modelo de negocios vigente, se mantiene el concepto ECO Grupo de Comunicaciones, el cual agrupa las unidades de negocio que conforman el Grupo, así como la transformación del negocio hacia el 2020 para lo cual se viene trabajando.

■ Operaciones

Los principales rubros de operaciones de El Comercio y subsidiarias son, en primer lugar, la venta de publicidad en canales de televisión, seguida por los ingresos de avisaje en

diarios, la venta de ejemplares, servicios de entretenimiento, servicios de impresión, entre otros productos. En cuanto a la venta de publicidad en diarios y revistas, ésta se realiza directamente por la Empresa y a través de agentes, para lo cual se utilizan dos modalidades: la venta directa y el canje publicitario con terceros.

Composición de los ingresos consolidados

	Jun-19	Jun-18	2018	2017	2016
Publicidad en canales y otros	230,172	227,004	455,079	468,186	532,174
Avisaje en diarios	86,854	103,789	206,383	239,538	303,511
Venta de ejemplares	79,612	85,465	168,491	182,152	196,985
Servicios de entretenimiento	61,668	56,320	121,754	109,765	100,941
Servicios de impresión	45,491	37,650	72,943	98,241	125,841
Avisaje en sitios web	28,897	29,066	57,095	52,978	43,658
Encartes	22,661	24,452	53,119	55,868	53,534
Productos de entretenimiento y cultura	10,263	14,930	25,516	33,890	40,671
Servicios educativos	-	-	16,239	16,800	13,241
Avisaje en revistas	5,290	6,102	13,301	17,941	23,894
Otros	15,210	21,905	56,316	60,373	66,332
Ventas netas	586,118	606,683	1,246,236	1,336,732	1,500,782

Fuente: El Comercio

Los ingresos por avisaje en diarios, que representaron 14.8% de las ventas netas consolidadas a junio 2019 (17.1% a junio 2018), tuvieron una importante caída respecto de lo registrado a junio 2018 (-16.3%), explicada por la tendencia de la industria hacia formatos digitales de contenidos; sin embargo, la participación sobre el total de los ingresos se mantiene alta. Cabe indicar que a junio 2019 no se registraron ingresos por el segmento de servicios educativos, en línea con la estrategia de la Compañía de concentrarse en actividades clave del grupo.

La subsidiaria PrenSmart, de la cual se pasó a tener el 100% del accionariado en junio del 2018, es la empresa comercial que maneja la venta y distribución de los diarios Correo, Ojo y Bocón en todas sus plataformas, así como las revistas Correo Semanal, Pandora y Golazo, entre las principales. Los contenidos de dichos diarios y revistas aún los genera la empresa Grupo Epsa S.A.C. que tiene como accionistas (al 100%) a PrensSmart.

Cabe señalar que el efecto de los menores ingresos por publicidad se mitigó parcialmente por el crecimiento en servicios de entretenimiento y de impresión (+S/ 5.3 MM y +S/ 7.8 MM, con respecto a junio 2018), los cuales ascendieron a S/ 61.7 MM y S/ 45.5 MM, respectivamente.

Negociaciones y adquisiciones

En enero 2019, se entró en un proceso de escisión de un bloque patrimonial (S/ 8 MM) de Zetta Comunicaciones del Perú S.A.E.M.A. que será transferido a Amauta Impresiones Comerciales S.A.C. Por otro lado, en julio 2019, el fondo de inversión Carlyle Peru fund compró el 100% de las acciones de Atracciones Coney Island S.A.C. y con esto se vendieron las participaciones indirectas en Divertrónica Medellín S.A.S. (Colombia) y Yudikds SpA (Chile). Asimismo, en setiembre 2019 se celebró un acuerdo con Nanvent Group Ltd., para la transferencia de los activos vinculados a los portales clasificados digitales "Urbana" y "Apititus". Por último, el negocio de Dataimágenes, perteneciente al segmento de negocios digitales, se encuentra en proceso de cierre.

■ Posición Competitiva

En el sector de prensa escrita, los índices más importantes con los cuales podemos medir la participación de la Empresa son: lectoría, circulación y publicidad medida en centímetros columna.

Según cifras de un estudio de lectoría de diarios en Lima Metropolitana elaborado por la consultora *Media Research Perú* (MRP) se reveló que los diarios más leídos en promedio entre abril 2018 y marzo 2019, de lunes a viernes, fueron: Trome (25.5%), Ojo (5.8%), Depor (4.5%), El Comercio (2.8%), Perú.21 (2.1%) y El Correo (1.4%). Cabe mencionar que el grupo El Comercio comercializa 9 de los 12 diarios más leídos en el Perú.

Es importante rescatar que la Empresa ha estado desarrollando ventajas competitivas para diferenciarse en la oferta de publicidad. Además, se ha trabajado en la introducción de productos optativos y en generar un mayor valor agregado a sus productos.

Por su parte, la participación en publicidad de los principales diarios de Lima, medida en centímetros por columna sin considerar otros medios ni Estado, a junio 2019 fue: El

2018); Ojo, 4.8% (3.4% a fines del 2018); y, Gestión, 3.7% (5.9% al cierre del 2018). Cabe resaltar que la lectoría alcanzada por el diario Trome y la participación en publicidad que el diario El Comercio mantiene, permiten al Grupo mantenerse como líder en lectoría y recordación.

En lo referente al sector radiodifusión, cabe señalar que América TV, propiedad del Grupo TV Perú, mantuvo nuevamente su liderazgo en la televisión de señal abierta, medido por el nivel de audiencia promedio (39% a diciembre 2018), en particular en el horario prime de las 19 a 23 horas (47% durante el segundo trimestre del 2019). Por su parte, en relación a la audiencia total en sitios web, elcomercio.pe se posiciona como la página de medios más visitada del Perú.

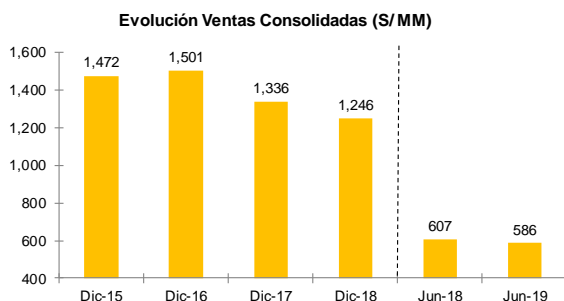
■ Desempeño Financiero

A partir del 2019 se comenzó a aplicar la NIIF-16, que reconoce en los EE.FF. el efecto de los arrendamientos de largo plazo. Cabe indicar que la Compañía ha aplicado el método retroactivo modificado, por lo que los periodos anteriores no han sido reexpresados. En ese sentido, solo para fines comparativos, la Clasificadora ha aislado los efectos de esta norma contable mediante la elaboración de EE.FF. proforma a junio 2019 (sin considerar la NIIF-16).

La Clasificadora observa una desaceleración importante en la generación de ingresos producto de un cambio estructural asociado a los nuevos patrones de consumo, razón por la cual la industria de medios escritos experimenta una compresión sostenida. De este modo, durante el período 2016-2018 el crecimiento promedio anual fue de -8.9% en tanto que en el período 2013-2015 este fue de 4.6%. Lo anterior se evidencia principalmente por la disminución en avisaje en diarios y servicios de impresión.

Así, al cierre del primer semestre del 2019, las ventas consolidadas ascendieron a S/ 586.1 MM, inferiores en 3.4% respecto a similar periodo del año anterior.

En esta línea, la disminución en las ventas se explica principalmente por los menores ingresos del negocio de Avisaje en Diarios (-16.3%), seguido por el negocio de venta de ejemplares (-6.9%). Cabe resaltar que el negocio de publicidad en canales y otros (con una participación sobre el total de los ingresos de 39.3% a junio 2019) solo creció en 1.4% en el periodo de análisis. Estas disminuciones se vieron compensadas parcialmente por mayores ventas en los negocios de Impresión (+20.8%) y entretenimiento (+9.5%). Cabe indicar que el buen desempeño del negocio de entretenimiento se explicó por un mayor ticket promedio en los países de la región, así como una mejora en las ventas de tiendas comparables.



Fuente: El Comercio

Comercio, 32.5% (39.7% a diciembre 2018); Trome, 13.8% (12.9% al cierre del 2018); Depor, 5.7% (4.5% a diciembre

Respecto de la publicidad en internet, Perú presenta oportunidades de crecimiento al registrar la menor participación dentro de Latinoamérica. Además, se proyecta que a medida que aumente el número de suscriptores de internet móvil en Perú se incrementa también la cantidad de tiempo que los consumidores pasan comprando a través de sus celulares. Así, los ingresos por publicidad de la compañía correspondientes a este rubro han venido incrementándose desde el 2016, registrando una tasa anual compuesta de crecimiento de 14.4% en el periodo 2016-2018. Lo anterior evidencia la migración paulatina de la inversión publicitaria de medios impresos a medios digitales, que, si bien es gradual, es una tendencia global.

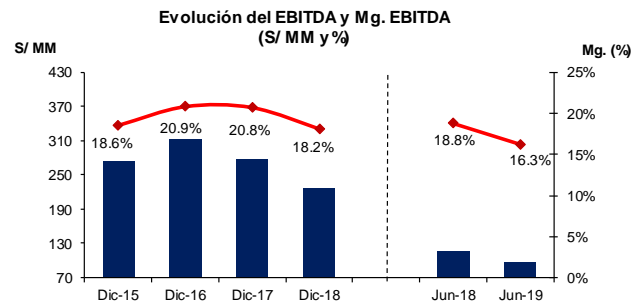
A junio 2019, la inversión publicitaria en el Perú se mantendrá en niveles similares a los registrados en el 2018. Cabe indicar que esta disminuyó 7.2% con respecto al 2017 en un contexto de considerable incertidumbre política y desaceleración económica. Así, el comportamiento del negocio televisivo se comportó en línea con lo esperado para el 2019 (+1.4% a junio 2019 con respecto a junio 2018). Cabe resaltar que la audiencia en el horario estelar (19h a 23h) se incrementó de 43% a 47% a junio 2019.

Por su parte, el mercado de publicidad digital crecerá en aproximadamente 15% en el 2019, lo que significaría una importante oportunidad para el desarrollo de la transformación digital de la Compañía.

En cuanto al costo de ventas consolidado (sin incluir la NIIF-16), este ascendió a S/ 388.0 MM a junio 2019, ligeramente superior a lo observado al cierre del primer semestre del 2018. Así, el costo de ventas a junio representó el 66.2% del total de ingresos (63.9% a junio 2018).

En relación a los gastos operativos (sin incluir la NIIF-16), estos ascendieron a S/ 156.2 MM, menores en 4.0% en comparación al 1S18, debido principalmente a menores gastos de personal (-8.7%) y bonificaciones de agencias (-16.3%), partidas con la mayor contribución en los gastos operativos.

Considerando lo anterior, a junio 2019, la Compañía registró una utilidad operativa de S/ 42.0 MM (S/ 56.1 MM a junio 2018). Por su parte, el EBITDA ascendió a S/ 95.5 MM, menor en 16.4% a lo registrado a junio 2018. De esta manera, el margen EBITDA a junio 2019 se ubicó en 16.3% (18.8% a junio 2018). Dicho menor resultado operativo y menor EBITDA se explican fundamentalmente por la caída de los ingresos totales (-3.4%). Asimismo, si sumamos los gastos operativos por alquileres al EBITDA, se obtiene a junio 2019 un EBITDAR de S/ 110.4 MM y un margen EBITDAR de 18.8% (S/ 130.0 MM y 21.4%, respectivamente, a jun. 2018).



Fuente: El Comercio

Por otro lado, se registraron gastos financieros por S/ 14.3 MM (sin incluir la NIIF-16) los cuales fueron 9.1% inferiores que los alcanzados a junio 2018. Cabe resaltar que los gastos financieros relacionados a arrendamientos financieros representaron aproximadamente el 24% del total de gastos financieros. Sin embargo, el índice de cobertura de gastos financieros (EBITDA / Gastos Financieros) se ubicó en 6.7x a junio 2019 por encima de lo registrado al cierre del 1S18 (7.2x) debido a un menor EBITDA.

De esta manera, la utilidad neta consolidada a junio 2019 ascendió a S/ 26.2 MM, menor en 4.8% a lo mostrado a junio 2018. Esta caída se debió a las menores ventas del periodo, así como a la disminución de los ingresos financieros (-S/ 7.2 MM). Sin embargo, si se excluyese la pérdida neta de S/ 1.9 MM asociada al segmento Educación que fue vendido a Laurete Education Perú, la caída de la utilidad neta del Grupo El Comercio sería mayor (-11.0%).

La Clasificadora considera la estrategia de *downsizing* de la Compañía contribuye a la reducción de costos y gastos, así como a la generación de flujos a través del negocio inmobiliario, lo cual le permite estabilizar los márgenes y reorientar el foco estratégico. De esta forma, la Compañía puede hacer frente a dos objetivos fundamentales: atender mejor las demandas del negocio digital y reducir la exposición financiera.

■ Estructura de Capital

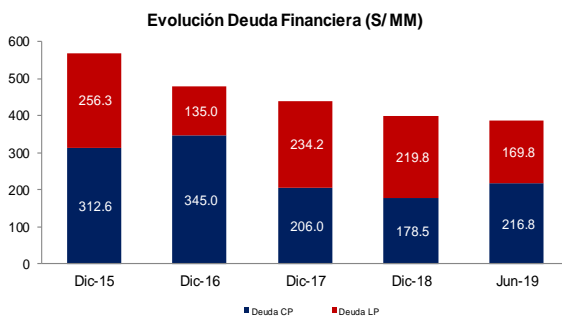
A junio 2019, los activos consolidados (sin incluir la NIIF-16) ascendieron a S/ 2,343.1 MM de los cuales 42.9% se financiaban con deuda y 57.1% con capital. Estos estaban compuestos principalmente por activos fijos (40.9%), intangibles (30.1%) y cuentas por cobrar comerciales (10.0%).

Por su parte, los pasivos consolidados (sin incluir la NIIF-16) registraron un saldo de S/ 1,005.1 MM. En cuanto a la deuda financiera total, esta ascendió a S/ 386.6 MM, inferior en 2.9% respecto a lo mostrado al cierre del 2018. Cabe resaltar que, a junio 2019, el único préstamo de la Empresa Editora El Comercio, vigente a mediano plazo, es un sindicado por

S/ 160 MM; mientras que sus subsidiarias mantienen préstamos por un total de S/ 84.3 MM. El resto de la deuda está compuesto por pagarés de corto plazo con vencimiento menor a 365 días. Con la finalidad de hallar un mejor proxy de la deuda que realmente maneja la Compañía, se calculó la Deuda Ajustada que incluye los gastos operativos por alquiler multiplicado por un factor de 6.8x y cartas finanzas y/o garantías. De este modo, la deuda ajustada se eleva a S/ 589.2 MM a junio 2019.

Cabe señalar que la Clasificadora no considera la deuda novada proveniente de la subsidiaria Compañía Peruana de Radiodifusión S.A como parte de la deuda financiera. El saldo de esta deuda era de S/ 13.4 MM a junio 2019. Asimismo, la subsidiaria ha puesto a disposición de los acreedores la totalidad de los pagos de dicho compromiso, cumpliendo con lo dispuesto en el proceso concursal y de novación de la deuda.

En períodos anteriores (2014 y 2015), la Empresa mostró aumentos marcados del endeudamiento a asociados a adquisiciones realizadas en dichos ejercicios (+14.3% y 33.9% respectivamente). No obstante, la amortización progresiva y ausencia de nuevas deudas, han disminuido gradualmente la palanca. En este sentido, la deuda financiera total pasó de S/ 440.2 MM en el 2017 (año en el que se empezó con el proceso de descorporativización del Grupo El Comercio) a S/ 386.6 MM a junio 2019.



El indicador Deuda Financiera / EBITDA se ubicó en 2.02x (1.76x a diciembre 2018) debido a un menor EBITDA compensado por la disminución relativa de la deuda. Por su parte, si se analiza la evolución del indicador Deuda Ajustada Total / EBITDAR, se observa que el ratio aumentó levemente a 2.7x al cierre del 1S19 (2.5x al cierre del 2018). Así, dado el cronograma de amortización de la compañía, la Clasificadora considera que la Compañía no tendría mayores problemas en cumplir con sus obligaciones financieras. Más aún, la Empresa mostró un razonable nivel de caja e inversiones negociables de S/ 98.1 MM (S/ 96.2 MM a diciembre 2018) que le brinda una holgura adicional.

En términos de plazos, a junio 2019 la deuda financiera de corto plazo registró una participación sobre la deuda financiera total de 56.1%, superior a lo observado a fines del 2018 (44.8%). Cabe recordar que, la deuda a corto plazo a diciembre 2016 representó el 71.9% de la deuda financiera.

En lo referente al patrimonio (sin incluir intereses minoritarios), este ascendió a S/ 1,082.7 MM, ligeramente inferior respecto al cierre del 2018 (-0.4%). De esta manera, el ratio de apalancamiento total (pasivos / patrimonio), fue de 0.9x, similar a lo registrado al cierre del 2018 (1.0x).

■ Características de los Instrumentos

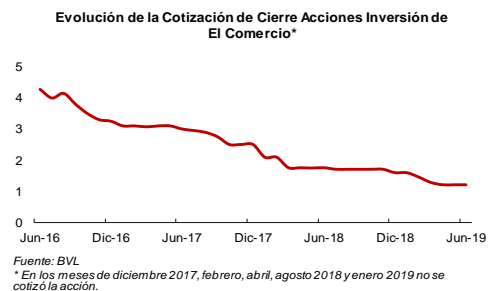
Acciones

Las acciones de inversión de Empresa Editora El Comercio se encuentran inscritas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) desde mayo de 1995. Sin embargo, en 1996 se solicitó la exclusión de las acciones del Registro Público de Valores e intermediaciones, debido a la fusión realizada ese año para luego solicitar la inscripción de las acciones de inversión de la nueva Empresa Editora El Comercio en marzo de 1997.

A junio 2019, el número de acciones de inversión se mantuvo en 35'794,872 con un valor nominal de S/ 1.00 cada una. Además, las acciones de inversión registraron una negociación ascendente con respecto a junio 2018 (+S/ 0.5 MM).

Por otro lado, a junio 2019, la capitalización bursátil (valor de mercado del conjunto de acciones de inversión) fue de S/ 43.0 MM. Asimismo, la frecuencia de negociación o indicador de presencia promedio a junio 2019 fue de 14.7% (11.8% a junio 2018).

En cuanto a la cotización de la acción de inversión, cabe mencionar que ésta mostró un descenso respecto del año anterior. De esta manera, alcanzó los S/ 1.20 a junio 2019 (S/ 1.59 a diciembre 2018). Cabe señalar que, durante el 2019, El Comercio acordó distribuir dividendos por un total de aproximadamente S/ 38 MM.





Resumen Financiero - Empresa Editora el Comercio S.A y Subsidiarias

Tipo de Cambio S/ /US\$ a final del Período (Cifras en Miles de Soles)	3,287	3,287	3,272	3,367	3,241	3,356	3,411
	Con NIIF 16	Proforma (*)		Sin NIIF 16			
	Jun-19	Jun-19	Jun-18	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Rentabilidad							
EBITDA	102,154	95,462	114,190	226,388	277,170	313,026	273,575
EBITDA Ajustado = EBITDA - Alquileres Deveng. + G.Oper. Alq.	95,462	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Mg. EBITDA	17.4%	16.3%	18.8%	18.2%	20.8%	20.9%	18.6%
Mg. EBITDA Ajustado	16.3%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
EBITDAR	110,359	110,359	129,974	256,907	305,386	348,629	303,463
EBITDAR Ajustado = EBITDA + Gastos Oper. por Alquileres	110,359	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Mg. EBITDAR	18.8%	18.8%	21.4%	20.6%	22.9%	23.2%	20.6%
Margen EBITDAR Ajustado	18.8%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
(FFO + Cargos fijos) / Capitalización ajustada	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
FCF / Ingresos	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1
ROE (promedio)	3.9%	4.3%	4.5%	2.7%	1.9%	11.1%	10.8%
ROA (promedio)	1.7%	2.1%	2.2%	1.2%	0.8%	5.0%	4.9%
Cobertura							
EBITDA / Gastos financieros	7.1	6.7	7.2	5.3	5.9	8.3	8.3
EBITDA Ajustado / Gastos financieros	6.7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
EBITDAR / (Gastos Fin. + G. Op. Alq.)	4.9	3.8	4.1	3.5	4.1	4.8	4.8
EBITDAR Ajustado / (Gastos Fin. + Alq. Devengados)	4.1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
EBITDA / Servicio de deuda	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1	0.8	0.8
EBITDAR / (Servicio de deuda + G. Op. Alq.)	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1	0.8	0.8
EBITDAR Ajustado / (Servicio de Deuda+ Alq. Deveng.)	0.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Cobertura de cargos fijos del FFO	3.5	3.5	3.4	3.1	4.5	4.5	3.7
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7	0.3	-0.1
(FCF + G. Fin. + Caja + Inv. Ctes.) / Servicio de deuda	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	0.6	0.3
CFO / Inversión en Activo Fijo	4.0	4.0	6.2	3.8	4.1	2.8	1.1
(Caja + EBITDA) / Servicio de deuda	1.2	1.2	1.3	1.5	1.5	1.1	1.2
Estructura de capital y endeudamiento							
Deuda financiera total / EBITDA	1.89	2.02	2.00	1.76	1.59	1.53	2.08
Deuda financiera total / EBITDA Ajustado	2.02	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda financiera neta / EBITDA	1.41	1.51	1.62	1.33	1.22	1.23	1.56
Deuda financiera neta / EBITDA Ajustado	1.51	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda ajustada total / EBITDAR	2.77	2.67	2.74	2.46	2.14	2.18	2.63
Deuda ajustada total / EBITDAR Ajustado	2.77	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda ajustada neta / EBITDAR	2.33	2.23	2.40	2.09	1.81	1.90	2.16
Deuda ajustada neta / EBITDAR Ajustado	2.33	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Costo de financiamiento estimado	7.3%	6.8%	7.0%	10.2%	10.1%	7.2%	6.7%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	56.1%	56.1%	45.2%	44.8%	46.8%	71.9%	54.9%
Deuda ajustada total / Capitalización ajustada	31.4%	30.6%	34.0%	32.1%	33.2%	34.7%	36.5%
Balance							
Activos totales	2,455,155	2,343,097	2,539,590	2,410,597	2,471,891	2,597,025	2,587,626
Caja e inversiones corrientes	98,066	98,066	87,013	96,185	101,030	94,552	141,119
Deuda financiera Corto Plazo	216,842	216,842	206,142	178,525	206,044	345,026	312,616
Deuda financiera Largo Plazo	169,761	169,761	250,052	219,782	234,166	134,977	256,325
Deuda financiera total	386,603	386,603	456,194	398,307	440,210	480,003	568,941
Pasivos por Alquileres + Gastos Op. Alquileres por 6.8x (**)	225,063	202,598	214,662	207,529	191,869	242,100	203,238
Deuda ajustada total	611,666	589,201	711,550	632,899	652,985	758,667	797,430
Patrimonio Neto (sin Interés Minoritario)	1,081,259	1,082,676	1,378,902	1,087,310	1,071,129	1,178,541	1,147,753
Acciones preferentes + Interés minoritario	255,308	255,308	0	250,810	243,626	251,054	239,459
Capitalización ajustada	1,948,233	1,927,185	2,090,452	1,971,019	1,967,740	2,188,262	2,184,642
Flujo de caja							
Flujo generado por las operaciones (FFO)	72,331	72,331	74,948	153,546	263,736	255,344	172,933
Flujo de caja operativo (CFO)	72,331	72,331	74,948	153,546	263,736	255,344	172,933
Inversiones en Activos Fijos	-18,144	-18,144	-12,018	-40,175	-64,034	-90,625	-152,146
Dividendos comunes	-16,290	-16,290	-20,251	-35,367	-64,286	-69,018	-101,814
Flujo de caja libre (FCF)	37,897	37,897	42,679	78,004	135,416	95,701	-81,027
Ventas de activo fijo	2,239	2,239	1,589	5,188	2,926	14,405	682
Otras inversiones, neto	6,524	6,524	-46,672	-32,389	-85,375	33,249	-67,164
Variación neta de deuda	-38,635	-38,635	-11,614	-55,173	-43,659	-112,778	126,366
Otros financiamientos, netos	-6,144	-6,144	0	-2,805	-1,028	-35,033	-30,927
Variación de caja	1,881	1,881	-14,018	-7,175	8,280	-4,456	-52,070
Resultados							
Ingresos	586,118	586,118	606,683	1,246,236	1,335,732	1,500,782	1,472,464
Variación de Ventas	-3.4%	-3.4%	-3.1%	-6.7%	-11.0%	1.9%	0.5%
Utilidad operativa (EBIT)	41,450	41,995	56,086	111,538	166,672	243,598	219,575
Gastos financieros	14,323	14,323	15,758	42,717	46,616	37,682	33,055
Gastos Financieros por Alquileres	4,486	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gastos Fin. Totales (Gastos Fin. + Gastos Fin. Alq.)	18,809	14,323	15,758	42,717	46,616	37,682	33,055
Gastos Operativos por Alquileres	8,205	14,897	15,784	30,519	28,216	35,603	29,888
Alquileres Devengados	14,897	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado neto	21,173	26,204	27,512	28,677	20,822	128,771	121,847

EBITDA = Ut. Operativa (no incluye Otros ingresos y egresos) + Depreciación + Amortización

EBITDAR = Ut. Operativa (no incluye otros ingresos y egresos) + Depreciación + Amortización + Gastos por Alquileres

FFO = Rstido. Neto + Deprec. + Amort. + Rstido. en Venta de Activos + Castigos y Prov. + Otros ajustes al Rstido. Neto

+ Variación en Otros Activos + Variación de Otros Pasivos - Dividendos Preferentes

Var. de Capital de Trabajo = Cambio en Clas.x Cobrar Comerc. + Cambio en Existencias - Cambio en Clas.x Pagar Comerc.

CFO = FFO + Variación de capital de trabajo. // FCF = CFO + Inversión en Activo Fijo + Pago de Dividendos Comunes

Deuda Ajustada Total = Deuda Financiera + Pasivos por Alquileres

(**) Para fines comparativos se agregó a los Pasivos por Alquileres los Gastos por Alquileres registrados en los costos operativos anualizados por el factor (7.0x)

Servicio de deuda = Gastos Fin. + Deuda Financiera de Corto Plazo

Capitalización Ajustada = Deuda Ajustada Total + Patrimonio Total + Acciones preferentes + Interés minoritario

(*) Estados Financieros Proforma estimados por A&A solo para fines comparativos



ANTECEDENTES

Emisor:	Empresa Editora El Comercio S.A.
Domicilio legal:	Jr. Santa Rosa 300 - Lima
RUC:	20143229816
Teléfono:	(511) 311 6500
Fax:	(511) 311 6557

RELACIÓN DE DIRECTORES

Ignacio Prado García Miró	Presidente
Luis Miró Quesada Valega	Vicepresidente
Marisol Grau Rapuzzi	Director
Bernardo Roca Rey Miró Quesada	Director
Jacopo Bracco	Director
Gabriel Miró Quesada Bojanovich	Director
Pablo Llona García Miró	Director
Oliver Alexander Flogel	Director
Harold John Gardener Ganoza	Director
Martha Meier Miró Quesada	Directora
Emilio Rodríguez Larraín Miró Quesada	Director

RELACIÓN DE EJECUTIVOS

Ignacio Prado García Miró	Gerente General
Guillermo Paredes Carbajal	Gerente Corporativo de Auditoría y Riesgos
Antonio Román Calzada	Gerente Central Legal
Gustavo José Noriega Bentín	Gerente Central de Finanzas y Administración
Mario Echegaray	Gerente de Operaciones y Circulación
Sergio Fernando Almallo Barbero	Gerente General de Unidad de Negocio Prensa
Pablo Massi	Gerente General de Unidad de Negocio TV
Mariano Nejamkis	Gerente General de Unidad de Negocio Digital
Luis Ernesto Palomino Valdivia	Gerente General de Servicios Empresariales

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución SMV N°032-2015-SMV/01 y sus modificatorias, acordó la siguiente clasificación de riesgo para los instrumentos de la **Empresa Editora El Comercio S.A.:**

Instrumento

Clasificación*

Acciones de Inversión

Categoría 2a (pe)

Definición

CATEGORÍA 2a (pe): Acciones que presentan una muy buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor.

(*) La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.aai.com.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que A&A considera confiables. A&A no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y A&A no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las clasificadoras.

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo.

La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno.

Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0.4% de sus ingresos totales.

Limitaciones - En su análisis crediticio, A&A se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como siempre ha dejado en claro, A&A no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.