

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

Informe Anual

Ratings

Julio 2020

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

Elaborado con Información Financiera Auditada a diciembre 2019 y no auditada a marzo 2020.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fecha 21/07/20 y 29/11/2019.

Analistas

Maite Butrón Ortiz
(511) 444 5588
maite.butron@aai.com.pe

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/)	Con NIF-16			Sin NIF-16	
	Mar-20	Mar-19	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Ingresos	201	239	1,078	1,125	1,336
EBITDA*	19	31	176	204	277
Mg. EBITDA (%)	9.6%	12.9%	16.3%	18.1%	20.8%
Deuda Financiera Total	155	403	111	398	440
Deuda Ajustada Total**	188	549	157	425	461
Deuda financiera total / EBITDA	2.0	3.3	0.63	2.0	1.6
Deuda Ajustada total / EBITDA	2.4	4.4	0.9	2.1	1.7
EBITDA / Gastos Financieros (x)	7.1	4.9	8.2	5.3	5.9
ROE (promedio)	-4.5%	2.4%	11.1%	2.7%	1.9%
ROA (promedio)	-2.7%	1.1%	5.8%	1.2%	0.8%

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

(**) Deuda Ajust. Total = Deuda Fin.+ Pasivos por Alq.+ Cartas fianzas y/o garantías

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 (24.0% 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, al 2019, en 3.5 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 42%, en particular en el horario *prime* de las 19 a 23 horas (41% durante el primer trimestre del 2020), los mejores resultados de los últimos 17 años.

■ **Estrategia de enfoque y nuevo modelo de gobierno:** 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 aquellos negocios más rentables que generan sinergias, facilitan el control de costos y mejoran la estabilidad en los márgenes. Asimismo, ha dotado de autonomía y flexibilidad a sus unidades de negocio (Prensa, Televisión, Servicios Empresariales y Digital) a través del nuevo modelo de gobierno implementado durante el 2019. 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. Así, se espera que siga conduciéndose dentro del marco de gestión financiera conservadora que mantiene el Grupo.

■ **Bajo nivel de apalancamiento:** En períodos anteriores, la Compañía incrementó su endeudamiento debido a las adquisiciones e inversiones realizadas. Esto ha venido reduciéndose gradualmente. Así, al 2019, El Comercio y subsidiarias registró un índice de Endeudamiento (Deuda Financiera / Ebitda) de 0.63x (1.95x al 2018). 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 añaden los pasivos por alquiler y cartas fianzas y/o garantías a la deuda financiera, el indicador Deuda Ajustada Total / EBITDA, asciende a 0.89x al 2019 (2.1x al cierre del 2018) explicado por la mayor disminución proporcional del endeudamiento. Por otro lado, no se proyecta una inversión material a mediano plazo, por lo cual, si se consideran los niveles de generación actuales, se espera que el indicador Deuda Financiera / EBITDA converja alrededor de su rango histórico medio (1.1x-1.5x).

¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

El rating podría verse modificado de manera negativa ante un escenario de mayor desaceleración económica por la pandemia del coronavirus 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). Cabe señalar que, para el 2020 se espera una caída en el crecimiento económico entre 14% a 20%, dependiendo del escenario, siendo la crisis peruana más severa de los últimos 80 años.

■ 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; 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.

Al 2019, luego de una serie de fusiones, adquisiciones y/o reorganizaciones societarias, Empresa Editora El Comercio cuenta con 22 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.	Tenedora de acciones (70.0%). Propietaria de Compañía Peruana de Radiodifusión S.A. (Canal 4) y Productora Peruana de Información S.A.C. (Canal N).

Vinculadas a entretenimiento	
4 Kids S.A.	Servicios de entretenimiento infantil (part: 78%)

Vinculados a servicios de edición, publicación y distribución:	
Zetta Comunicadores del Perú S.A.E.M.A.	Constituida en 1995, siendo la Empresa Editorial El Comercio el principal accionista (part: 77.5%). 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. (part: 99.9%)
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.
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.
Orbis Ventures EC S.A.	Se constituyó en marzo 2018 a través de Orbis Ventures S.A.C. y CDI Integral S.A.C. Su actividad principal es prestar servicios relacionados con la facilitación de pagos online en efectivo entre los establecimientos comerciales y el público en general. Cabe señalar que, la empresa se encuentra domiciliada en Ecuador.
Grupo Epena S.A.C.	Servicios de edición (100.0%)
PrenSmart S.A.C.	En julio 2018 recibió la totalidad de las acciones del Grupo Epena, formando parte del grupo a partir de agosto 2018. Su principal actividad es la producción, edición, comercialización y distribución de diarios como Ojo, Correo, El Bocón y Ajá.
CDI Integral S.A.C.	Servicio de Comercio Electrónico (70.0%)
CDI Logística S.A.C.	Constituida en febrero 2018 a través de Orbis Ventures S.A.C. Su actividad principal es el servicio de transporte terrestre de mercaderías (100.0%)

Otras actividades	
Proyectos Educativos Integrales del Perú S.A.C.	Dedicada al arrendamiento inmobiliario a empresa de educación. (80.0%)
Peru.com S.A.	Servicio de Comercio Electrónico (100.0%)
Amauta Impresiones Comerciales S.A.C.	Administración, 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.
Alfa Beta Sistemas S.A.C.	Tenedora de acciones (100.0%)
Alfa Beta Ediciones S.A.C.	Tenedora de acciones (100.0%)
Real Estate PEIP S.A.C.	Dedicada al desarrollo de proyectos inmobiliarios y negocios afines. (80.0%)
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.

En lo que respecta al modelo de gobierno del Grupo implementado a partir del 2019, las unidades de negocio (Prensa, Televisión, Servicios empresariales y Digital) cuentan con la autonomía y flexibilidad adecuadas que permitirán generar eficiencias internas. Cabe añadir que, durante el 2019, el tamaño corporativo se redujo significativamente en línea con el nuevo modelo de gobierno.

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 estas áreas sería demandante en 2018 y 2019, mientras que a finales del 2020 se comenzarían a ver los resultados de la creación de este ecosistema. En este sentido, se crearon las áreas centralizadas de Datos, Innovación e Inversiones, con el fin de acelerar la transformación digital, tanto en servicios como en transacciones.

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, el ContentLab del Grupo (operativo desde el 2015) ha sido galardonado en diversas ocasiones a través de su propuesta de entender la omnicanalidad del lector. Asimismo, como parte del objetivo de crear contenido, se potenciaron las plataformas de análisis de datos (ARC, utilizada por diarios internacionales reconocidos). De esta manera, a finales del 2019, se lanzaron al mercado los muros de pago de los diarios “El Comercio” y “Gestión” que contribuyó al desarrollo del modelo de monetización digital de audiencias.

Por otro lado, la Compañía se encuentra en una continua búsqueda de nuevas fuentes de ingresos, por lo que entró en un proceso de redefinición de la cadena de valor de publicidad digital con el apoyo de una consultora Accenture

Interactive de España, líder en transformaciones digitales de empresas.

■ 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 impresión, avisaje en sitios web, entre otros productos. En cuanto a la venta de publicidad en diarios y revistas, esta 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

	Mar-20	Mar-19	2019	2018	2017	2016	2015
Publicidad en canales y otros	89,557	94,710	449,964	455,079	468,186	532,174	451,256
Avisaje en diarios	29,524	39,502	188,684	206,383	239,538	303,511	658,915
Venta de ejemplares	35,640	40,196	159,412	168,491	182,152	196,985	283,716
Servicios de entretenimiento		31,522	85,479	121,754	109,765	100,941	105,796
Servicios de impresión	14,878	23,307	73,814	72,943	98,241	125,841	138,985
Avisaje en sitios web	8,327	13,769	59,242	57,095	52,978	43,658	68,702
Encartes	5,188	9,761	46,318	53,119	55,868	53,534	62,100
Productos de entretenimiento y cultura	2,629	5,246	22,036	25,516	33,890	40,671	35,081
Servicios educativos				16,239	16,800	13,241	17,154
Avisaje en revistas	1,660	2,726	11,047	13,301	17,941	23,894	50,783
Pago Efectivo	8,000	3,515	21,400	13,220	8,325		
Otros	5,986	6,440	45,784	43,185	52,048	66,332	44,776
Ventas netas	201,389	239,172	1,077,701	1,124,571	1,335,732	1,500,782	1,472,464

Fuente: El Comercio

Los ingresos por avisaje en diarios, que representaron 17.5% de las ventas netas consolidadas al 2019 (18.4% al 2018), disminuyeron en 8.6% con respecto al 2018, explicado 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, al 2019 no se registraron ingresos por operaciones continuas del segmento de Entretenimiento, ya que en setiembre 2019 se realizó la venta de este segmento, en línea con la estrategia 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 Epena S.A.C. que tiene como accionistas (al 100%) a Prensmart.

Cabe señalar que el efecto de los menores ingresos por publicidad se mitigó parcialmente por el crecimiento en avisaje en sitios web y servicios de impresión (+S/ 2.1 MM y +S/ 0.9 MM, con respecto al 2018), los cuales ascendieron a S/ 59.2 MM y S/ 73.8 MM, respectivamente.

Negociaciones y adquisiciones

Las principales transacciones del 2018 fueron: el cierre del negocio de Dataimágenes, perteneciente al segmento de negocios Digital y la venta del segmento Educación a Laureate Education Perú.

Por su parte durante el 2019, se realizaron una serie de transacciones, entre las cuales se encuentran: 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 Yukids SpA (Chile). Asimismo, en setiembre 2019 se celebró un acuerdo con Navent Group Ltd., para la transferencia de los activos vinculados a los portales clasificados digitales "Urbania" y "Apatitus", cuya operación fue efectiva en noviembre 2019 luego de venta de acciones en Houseonline S.A.C. a favor de su socio minoritario. En setiembre 2019, se incursionó en el negocio de loterías y juegos de azar a través de un contrato de inversión con la sociedad Ainingma Holding Limited, mediante la cual la subsidiaria Prensma S.A.C. podrá adquirir hasta el 31% de acciones de Nexlot S.A.C. Por su parte, con el fin de potenciar el crecimiento del marketplace "Lumingo", en noviembre 2019 se suscribió un Convenio de Accionistas con el Grupo Crédito S.A. y el Banco de Crédito del Perú, para que este último adquiriera el 30% de las acciones de la subsidiaria Comercio Digital Integral S.A.C.

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 Kantar Ibope Media y Google Analytics se reveló que los diarios más leídos en promedio en el 2019, de lunes a viernes, fueron: Trome (24.0%), Ojo (4.4%), Depor (3.5%), El Comercio (2.8%), El Popular (2.3%) y Perú.21 (2.1%). 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 a través de la creación del ecosistema digital.

Por su parte, la participación en publicidad de los principales diarios de Lima, medida en términos de inversión sin considerar otros medios ni Estado, al 2019 fue: Trome, 33.0% (32.6% al 2018 y 33.6% a marzo 2020); El Comercio, 26.5% (28.7% al 2018 y 27.4% a marzo 2020); Gestión, 5.6% (5.6% al 2018 y 5.7% a marzo 2020), Ojo, 5.2% (3.2% al 2018 y 4.8% a marzo 2020); y Depor, 4.2% (3.5% al 2018 y 4.0% a marzo 2020).

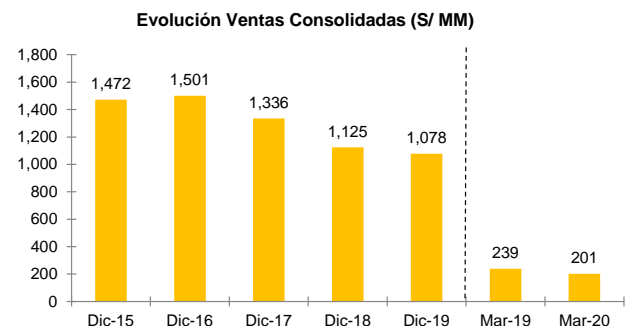
Cabe resaltar que la lectoría alcanzada por el diario Trome y la participación en publicidad que el diario El Comercio mantiene, permiten al Grupo mantenerse como líder en lectoría y recordación.

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 (42% a diciembre 2019), en particular en el horario prime de las 19 a 23 horas (41% durante el trimestre del 2020). 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. Asimismo, las audiencias digitales de "Perú21", "Correo", "Depor" y "Ojo" marcaron sus máximos históricos durante el 2019.

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.

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 -8.3% en tanto que en el período 2013-2015 este fue de 7.8%. Lo anterior se evidencia principalmente por la disminución en avisaje en diarios y venta de ejemplares.



Fuente: El Comercio

Así, al 2019, las ventas consolidadas ascendieron a S/ 1,077.7 MM, inferiores en 4.2% respecto al 2018. Por su parte, durante los primeros tres meses del 2020, se registró una disminución por 15.8% con respecto a similar periodo del año anterior, en un contexto de pandemia del coronavirus.

En esta línea, la disminución en las ventas en el 2019 se explica principalmente por los menores ingresos del negocio de Avisaje en Diarios (-8.6%), seguido por el negocio de venta de ejemplares (-5.4%). Cabe resaltar que el negocio de publicidad en canales y otros (con una participación sobre el total de los ingresos de 41.8% al 2019) mostró una ligera reducción del 1.1% en el periodo de análisis. Estas disminuciones se vieron compensadas parcialmente por mayores ventas en los negocios de Impresión (+1.2%), avisaje en sitios web (+3.8%) y en PagoEfectivo (+61.9%). Cabe indicar que, en julio 2019 PagoEfectivo fue reconocido como la mejor solución de servicios financieros para el e-commerce por el *eCommerce Institute*. Por otro lado, es importante señalar que, en setiembre 2019 se vendió la unidad de entretenimiento, por lo que los ingresos correspondientes no contribuyeron a las ventas netas, ya que fueron registrados como operaciones discontinuas.

En cuanto al comportamiento de las ventas netas a marzo 2020, la reducción del 15.8% con respecto a marzo 2019 se explicó principalmente por los menores ingresos de los negocios de publicidad en canales y otros (-5.4%), avisaje en diarios (-25.3%) y venta de ejemplares (-11.3%), mientras que PagoEfectivo se incrementó en 1.3x con respecto a similar periodo del año anterior.

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 incremente también la cantidad de tiempo que los consumidores pasen 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 10.7% en el periodo 2016-2019. 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.

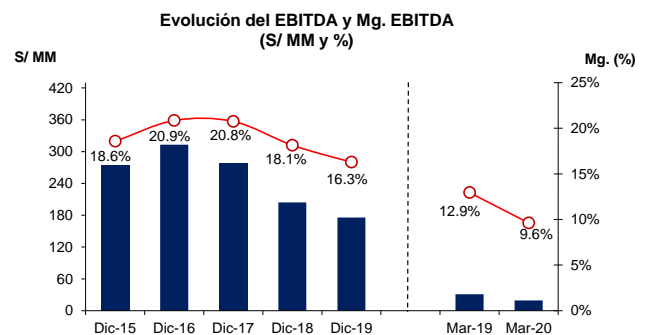
Al 2019, la inversión publicitaria en el Perú ascendió a US\$538 MM (-6.0% respecto al 2018), registrando tres años consecutivos de caída y menor participación sobre el PBI (0.26% al 2019 vs 0.38% al 2018) en un contexto de considerable incertidumbre política y desaceleración económica. El deterioro se dio en todos los medios con excepción de Internet (+8pp en participación desde el 2016), segmento al que está migrando la inversión publicitaria en

línea con la estrategia de transformación digital que viene implementando la compañía. Por su parte, la inversión en Diarios ha mostrado una importante reducción desde el 2016 (-30.9% frente al 2016 y -5.1% respecto del 2018), asimismo, el negocio televisivo disminuyó en 32.1% respecto del 2016 y 12.1% respecto al 2018. En cuanto al segmento televisivo de la Compañía, este vio reducido sus ingresos ligeramente en 1.1% y su utilidad antes de impuestos se redujo en 6.2% con respecto al 2018 debido a los mayores costos y gastos operativos incurridos. Cabe resaltar que la audiencia en el horario estelar (19h a 23h) se incrementó de 45% en el 2018 a 47% al 2019 (41% a marzo 2020).

En cuanto a las perspectivas de la industria para el cierre del 2020, se estima (dependiendo del escenario) una caída entre 5% y 15% dado el contexto económico adverso por la pandemia del coronavirus. En paralelo, se espera una reducción de la economía peruana de 14% a 20%, según Apoyo Consultoría, lo que situaría a esta crisis económica como la más severa en 80 años.

En cuanto al costo de ventas consolidado, este ascendió a S/ 696.8 MM al 2019, ligeramente inferior a lo observado al 2018 (-1.1%). No obstante en términos relativos, el costo de ventas representó el 64.7% del total de ingresos (62.6% al 2018). A marzo 2020, el costo de ventas disminuyó en 16.8% con respecto a similar periodo del año anterior, representando el 66.2% de los ingresos (67.0% a marzo 2019).

En relación a los gastos operativos, estos ascendieron a S/ 303.8 MM, menores en 5.3% en comparación al 2018, debido principalmente a menores bonificaciones de agencias (-14.8%), promoción publicitaria (-19.0%) y asesoría y consultoría (-15.0%), partidas con la mayor contribución en los gastos operativos. Por su parte, a marzo 2020, los gastos operativos se incrementaron ligeramente (+1.1%) con respecto a marzo 2019 debido principalmente a los mayores gastos de personal (+11.0%).



Fuente: El Comercio

Considerando lo anterior, al 2019, la Compañía registró una utilidad operativa de S/ 77.1 MM (S/ 99.5 MM al 2018). Por su parte, el EBITDA ascendió a S/ 175.5 MM, menor en 14.0% a lo registrado al 2018. De esta manera, el margen EBITDA al 2019 se ubicó en 16.3% (18.1% al 2018). Dicho menor resultado operativo y menor EBITDA se explican fundamentalmente por la caída de los ingresos totales (-4.2%).

En cuanto al primer trimestre del 2020, se registró una pérdida operativa por S/ 4.8 MM frente a la utilidad operativa registrada a marzo 2019 (S/ 6.9 MM). Así, el EBITDA ascendió a S/ 19.4 MM, menor a lo registrado durante los primeros tres meses del 2019 (-37.4%). De modo que, el margen EBITDA se ubicó en 9.6% (12.9% a marzo 2019). Este menor desempeño operativo se sustenta principalmente en menores ventas (-15.8%) con respecto a similar periodo del año anterior dado el escenario de crisis del 2020.

Por otro lado, se registraron gastos financieros totales por S/ 21.4 MM los cuales fueron 44.2% inferiores que los alcanzados al 2018. Cabe resaltar que los gastos financieros relacionados a pasivos por derecho de uso representaron solo el 2.5% del total de gastos financieros. Así, el índice de cobertura de gastos financieros (EBITDA / Gastos Financieros) se ubicó en 8.2x al 2019 por encima de lo registrado al cierre del 2018 (5.3x) debido a los menores gastos financieros. En esta misma línea, se registraron menores gastos financieros totales a marzo 2020 (-56.7%) con respecto a marzo 2019, con lo cual el ratio de cobertura de gastos financieros ascendió a 7.1x (4.9x a marzo 2019). Cabe señalar que los gastos financieros relacionados a pasivos por derecho de uso representaron el 7.3% de los gastos financieros totales, mientras que a marzo 2019 solo representaron el 1.5%.

De esta manera, la utilidad neta consolidada al 2019 ascendió a S/ 128.2 MM frente a los S/ 28.7 MM mostrados en el 2018. Este importante crecimiento principalmente se debió a la mayor utilidad proveniente de operaciones discontinuas (+S/ 56.2 MM), los mayores otros ingresos netos (+S/ 55.1 MM), así como a la disminución de los gastos financieros (- S/ 16.9 MM). Sin embargo, si se excluyese la ganancia neta de S/ 65.7 MM asociada al segmento Entretenimiento que fue vendido en setiembre 2019 y S/ 9.5 MM asociados al segmento Educación que fue vendido a Laureate Perú, el incremento de la utilidad neta del Grupo El Comercio sería menor (S/ 62.5 MM en el 2019 vs. S/ 19.1 MM en el 2018).

En cuanto al resultado neto durante los primeros tres meses del 2020, este registró una pérdida neta por -S/ 13.6 MM frente a la utilidad neta de S/ 6.5 MM del primer trimestre del 2019. Esto se explicó principalmente por las menores ventas

(-15.8%) y la menor utilidad por operaciones discontinuas (-S/ 1.3 MM) debido a que las ventas del segmento Entretenimiento dejaron de contribuir a los ingresos totales a partir de setiembre 2019.

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, los cuales fueron cumplidos durante el 2019, logrando un mejor desempeño en la unidad de negocio Digital y adecuados niveles de apalancamiento.

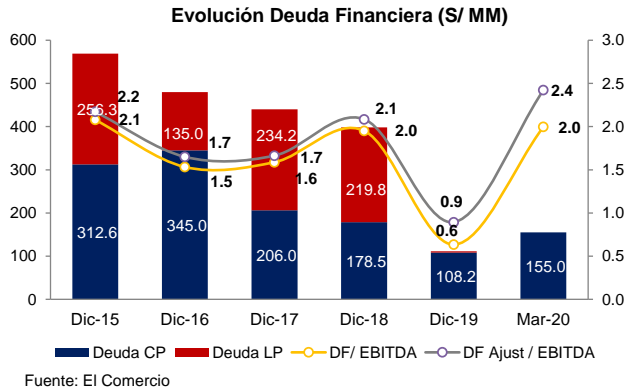
■ Estructura de Capital

Al 2019, los activos consolidados ascendieron a S/ 2,012.9 MM (S/ 2,094.5 MM a marzo 2020) de los cuales 31.0% se financiaban con deuda y 69.0% con capital (34.7% y 65.3%, respectivamente a marzo 2020). Estos estaban compuestos principalmente por activos fijos (39.6%), intangibles (27.1%) y cuentas por cobrar comerciales (10.3%).

Por su parte, los pasivos consolidados registraron un saldo de S/ 624.4 MM (S/ 726.0 MM a marzo 2020). En cuanto a la deuda financiera total, esta ascendió a S/ 111.3 MM (S/ 155.0 MM a marzo 2020), inferior en 72.1% respecto a lo mostrado al cierre del 2018. Cabe resaltar que, durante el 2019, se amortizaron S/ 185 MM del préstamo sindicado vigente; mientras que sus subsidiarias mantienen préstamos a mediano plazo por un total de S/ 19.4 MM (S/ 16.2 MM a marzo 2020). El resto de la deuda está compuesto principalmente 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 pasivos por derecho de uso y cartas finanzas y/o garantías. De este modo, la deuda ajustada se eleva a S/ 156.9 MM al 2019 (S/ 187.9 MM a marzo 2020). Cabe añadir que, como parte de la estrategia de manejo prudente de la liquidez, la Compañía se ha acogido a las medidas de reactivación económica (Reactiva Perú) decretadas por el Gobierno dada la crisis ocasionada por la pandemia del COVID-19; no obstante, espera mantener estos fondos como una reserva de liquidez adicional cuyo uso dependerá de la magnitud del impacto de la pandemia.

Por otro lado, 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 al 2019, similar a lo registrado a marzo 2020 y al 2018. 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 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/ 111.3 MM al 2019 (S/ 155.0 MM a marzo 2020).

El indicador Deuda Financiera / EBITDA se ubicó en 0.63x (1.95x 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 / EBITDA, se observa que el ratio ascendió a 0.89x al cierre del 2019 (2.09x al 2018). Así, dada la naturaleza de la deuda (pagarés a CP y factoring en su mayoría), la Clasificadora considera holgados los niveles de apalancamiento de la Compañía. Más aún, la Empresa mostró un razonable nivel de caja e inversiones negociables de S/ 96.2 MM similar a lo registrado en el 2018, que le brinda una holgura adicional. Del mismo modo, los indicadores Deuda Financiera / EBITDA y Deuda Ajustada Total / EBITDA se situaron en 2.00x y 2.42x a marzo 2020, respectivamente (3.26x y 4.43x a marzo 2019, respectivamente).

En términos de plazos, al 2019 la deuda financiera de corto plazo registró una participación sobre la deuda financiera total de 97.2%, significativamente superior a lo observado a fines del 2018 (44.8%), explicado por la cancelación del préstamo sindicado y el manejo de pagarés de corto plazo en su mayoría. Del mismo modo, a marzo 2020, la deuda financiera estuvo compuesta en su totalidad por deuda de corto plazo.

En lo referente al patrimonio (sin incluir intereses minoritarios), este ascendió a S/ 1,221.2 MM al 2019 (S/ 1,206.5 MM a marzo 2020), superior respecto al cierre del 2018 (+12.3%). De esta manera, el ratio de apalancamiento total (pasivos / patrimonio), fue de 0.51x (0.99x al 2018), similar a lo registrado a marzo 2020 (0.60x).

■ 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.

Al 2019, el número de acciones de inversión se mantiene en 35'794,872 con un valor nominal de S/ 1.00 cada una. Además, las acciones de inversión registraron una negociación ligeramente ascendente con respecto al 2018 (+S/ 0.3 MM), mientras que, a marzo 2020, la negociación mostró una reducción de S/ 27.4 MM frente a lo observado en similar periodo del año anterior. Cabe añadir que, el monto negociado registrado durante la primera mitad del 2020 fue influenciado por la pandemia del coronavirus, particularmente en los meses de abril y mayo del 2020 en los cuales no se negoció la acción y parcialmente en el mes de marzo 2020.

Por otro lado, al 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 fue de 13.8% (12.6% al 2018). Por su parte, la capitalización bursátil a marzo 2020 fue de S/ 38.7 MM, mientras que la frecuencia de negociación promedio descendió a 4.7% (S/ 45.8 MM y 16.9%, respectivamente a marzo 2019).

En cuanto a la cotización de la acción de inversión, cabe mencionar que esta mostró un descenso respecto del año anterior. De esta manera, alcanzó S/ 1.20 al 2019 (S/ 1.59 al 2018). Cabe señalar que, durante el 2019, El Comercio acordó distribuir dividendos por un total de aproximadamente S/ 61.6 MM. Con respecto al primer trimestre del 2020, el precio descendió a S/ 1.08 (S/ 1.28 a marzo 2019) y se pagaron dividendos por S/ 12.8 MM.

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

Tipo de Cambio S/ /US\$ a final del Periodo	3.44	3.32	3.31	3.37	3.24	3.36	3.41
(Cifras en Miles de Soles)	----- Con NIIF 16 -----			----- Sin NIIF 16 -----			
	Mar-20	Mar-19	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Rentabilidad							
EBITDA	19,387	30,962	175,536	204,008	277,170	313,026	273,575
Mg. EBITDA	9.6%	12.9%	16.3%	18.1%	20.8%	20.9%	18.6%
EBITDAR	19,898	36,423	183,500	234,527	305,386	348,629	303,463
Mg. EBITDAR	9.9%	15.2%	17.0%	20.9%	22.9%	23.2%	20.6%
(FFO + Cargos fijos) / Capitalización ajustada	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1
FCF / Ingresos	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1
ROE (promedio)	-4.5%	2.4%	11.1%	2.7%	1.9%	11.1%	10.8%
ROA (promedio)	-2.7%	1.1%	5.8%	1.2%	0.8%	5.0%	4.9%
Cobertura							
EBITDA / Gastos financieros	7.1	4.9	8.2	5.3	5.9	8.3	8.3
EBITDAR / (Gastos Fin. + G. Op. Alq.)	6.6	3.1	6.4	3.4	4.1	4.8	4.8
EBITDA / Servicio de deuda	0.5	0.5	1.4	0.9	1.1	0.8	0.8
EBITDAR / (Servicio de deuda + G. Op. Alq.)	0.5	0.5	1.3	0.9	1.1	0.8	0.8
Cobertura de cargos fijos del FFO	2.6	4.5	6.6	3.2	4.5	4.5	3.7
(FCF + Gastos Fin.) / Servicio de deuda	0.1	0.4	0.9	0.5	0.7	0.3	-0.1
(FCF + G. Fin. + Caja + Inv. Ctes.) / Servicio de deuda	0.9	0.8	1.7	1.0	1.1	0.6	0.3
CFO / Inversión en Activo Fijo	7.1	4.1	5.2	3.8	4.1	2.8	1.1
(Caja + EBITDA) / Servicio de deuda	1.3	0.9	2.1	1.4	1.5	1.1	1.2
Estructura de capital y endeudamiento							
Deuda Financiera / EBITDA	2.00	3.26	0.63	1.95	1.59	1.53	2.08
Deuda Financiera Neta / EBITDA	0.31	2.42	0.09	1.48	1.22	1.23	1.56
Deuda Ajustada Total / EBITDA	2.42	4.43	0.89	2.09	1.66	1.65	2.17
Deuda Ajustada Neta / EBITDA	0.24	3.60	0.03	1.61	0.11	0.11	0.14
Deuda Ajustada Total / EBITDAR	2.36	3.77	0.86	1.81	1.51	1.48	1.96
Deuda Ajustada Neta / EBITDAR	0.71	3.06	0.33	1.40	1.18	1.21	1.49
Costo de financiamiento estimado	7.6%	6.2%	8.2%	9.1%	10.1%	7.2%	6.7%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	100.0%	54.7%	97.2%	44.8%	46.8%	71.9%	54.9%
Deuda ajustada total / Capitalización ajustada	12.1%	29.2%	10.2%	24.1%	26.0%	26.5%	30.0%
Balance							
Activos totales	2,094,547	2,490,785	2,012,866	2,410,597	2,471,891	2,597,025	2,587,626
Caja e inversiones corrientes	131,118	103,529	96,186	96,185	101,030	94,552	141,119
Deuda financiera Corto Plazo	154,970	220,895	108,177	178,525	206,044	345,026	312,616
Deuda financiera Largo Plazo	0	182,590	3,101	219,782	234,166	134,977	256,325
Deuda financiera total	154,970	403,485	111,278	398,307	440,210	480,003	568,941
Deuda financiera total con Equity Credit	154,970	403,485	111,278	398,307	440,210	480,003	568,941
Pasivos por Alquileres	32,930	145,598	31,103	0	0	0	0
Deuda ajustada total	187,900	549,083	156,893	425,375	461,116	516,566	594,191
Patrimonio Neto (sin Interés Minoritario)	1,206,489	1,090,792	1,221,222	1,087,310	1,071,129	1,178,541	1,147,753
Capitalización ajustada	1,556,425	1,879,237	1,545,339	1,763,495	1,775,871	1,946,161	1,981,403
Flujo de caja							
Flujo generado por las operaciones (FFO)	16,141	40,234	198,980	153,546	263,736	255,344	172,933
Flujo de caja operativo (CFO)	16,141	40,234	198,980	153,546	263,736	255,344	172,933
Inversiones en Activos Fijos	-2,258	-9,804	-38,560	-40,175	-64,034	-90,625	-152,146
Dividendos comunes	-12,808	-11,148	-59,176	-35,367	-64,286	-69,018	-101,814
Flujo de caja libre (FCF)	1,075	19,282	101,244	78,004	135,416	95,701	-81,027
Ventas de activo fijo	2,954	2,203	821	5,188	2,926	14,405	682
Otras inversiones, neto	-10,866	16,950	195,084	-32,389	-85,375	33,249	-67,164
Variación neta de deuda	43,019	-15,018	-264,108	-55,173	-43,659	-112,778	126,366
Otros financiamientos, netos	-1,250	-16,073	-32,533	-2,805	-1,028	-35,033	-30,927
Variación de caja	34,932	7,344	508	-7,175	8,280	-4,456	-52,070
Resultados							
Ingresos	201,389	239,172	1,077,701	1,124,571	1,335,732	1,500,782	1,472,464
Variación de Ventas	-15.8%	-5.7%	-4.2%	-15.8%	-11.0%	1.9%	0.5%
Utilidad operativa (EBIT)	-4,779	6,892	77,120	99,498	166,672	243,598	219,575
Gastos financieros	2,519	6,176	20,837	38,306	46,616	37,682	33,055
Gastos Financieros por Alquileres	199	97	528	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gastos Fin. Totales (Gastos Fin. + Gastos Fin. Alq.)	2,718	6,273	21,365	38,306	46,616	37,682	33,055
Gastos Operativos por Alquileres	511	5,461	7,964	30,519	28,216	35,603	29,888
Alquileres Devengados	7,775	7,505	14,993	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Resultado neto	-13,621	6,524	128,230	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 = Rstdo. Neto + Deprec.+ Amort. + Rstdo. en Venta de Activos + Castigos y Prov. + Otros ajustes al Rstdo. 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 Financiera Total= Incluye deuda financiera con vinculadas							
Deuda Ajustada Total= Deuda Financiera + Pasivos por Alquileres + Cartas fianzas y/o garantías							
Servicio de deuda = Gastos Fin. + Deuda Financiera de Corto Plazo							
Capitalización Ajustada: Deuda Ajustada Total + Patrimonio Total + Acciones preferentes + Interés minoritario							

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
Antonio Román Calzada	Gerente Central Legal y Cumplimiento
Sergio Fernando Almollo 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

() Nota: Información al 9 de julio del 2020*

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo con 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 actual *

Acciones de Inversión

Categoría 2da (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.