

# Cineplex S.A. (CINEPLANET)

## Informe Anual

### Ratings

Tipo Instrumento	Clasificación Actual	Clasificación Anterior
1er Programa de Bonos Corporativos Cineplex – 1era Emisión	AA-(pe)	AA-(pe)

Con información financiera auditada a diciembre 2019.

Clasificaciones otorgadas en Comités de fecha 09/09/2020 y 26/05/2020.

### Perspectiva

Negativa

### Indicadores Financieros

S/ miles	-- NIIF 16 --		Sin NIIF 16	
	2019	2018	2017	2017
EBITDA	187,778	134,042	139,543	
EBITDAR	200,345	175,111	181,702	
Flujo de Caja operativo (CFO)	118,634	99,529	91,861	
Deuda Financiera	323,476	243,572	239,868	
Deuda Financiera Ajustada	715,109	531,055	534,981	
Caja y Valores	117,142	75,147	18,555	
Deuda Financiera / EBITDA (x)	1.7	1.8	1.7	
Deuda Fin. Ajustada / EBITDAR (x)	3.6	3.0	2.9	
Deuda Fin. Ajust. Neta / EBITDAR (x)	3.0	2.6	2.8	
EBITDA /Gastos Financieros (x)	4.8	8.1	8.4	

\* Fuente: Cineplex S.A.

### Metodología Aplicada

Metodología Maestra de Clasificación de Empresas No Financieras (enero 2017).

### Analistas

#### Omar Maldonado

(511) 444 5588

[omar.maldonado@aai.com.pe](mailto:omar.maldonado@aai.com.pe)

#### Gustavo Campos

(511) 444 5588

[gustavo.campos@aai.com.pe](mailto:gustavo.campos@aai.com.pe)

### Fundamentos

Apoyo & Asociados decidió otorgar el rating de AA-(pe) y la perspectiva Negativa a la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Cineplex S.A., debido al cese de operaciones a raíz del coronavirus (Covid-19) y por ende la fuerte caída en el nivel de ingresos. El sector de entretenimiento es una de las industrias más afectadas por esta pandemia debido a las restricciones de distanciamiento social. La Perspectiva Negativa refleja un nivel de incertidumbre debido a preocupaciones de salud de los clientes, nuevas medidas que pueda implementar el Gobierno que limiten los niveles de capacidad o posterguen el inicio de operaciones, o cambios en las preferencias de entretenimiento (películas en plataformas de *streaming*).

Cabe mencionar que con el inicio de la cuarentena, el 16 de marzo del 2020, la Empresa, a la par con la industria, cerró sus salas. Frente a este contexto, Cineplanet ha tomado diversas medidas a fin de reducir sus costos a un nivel mínimo indispensable y contar con la liquidez necesaria para hacer frente a sus obligaciones durante los meses de paralización. Entre las acciones asumidas se encuentran el aplazamiento de proyectos no iniciados, el no reparto de dividendos y la renegociación de préstamos de mediano plazo y de ciertas condiciones de los Programas de Bonos Corporativos. Asimismo, se ha reducido el número de personal y se vienen revisando los contratos de alquiler de sus locales.

De esta manera, la posición de caja que registra la Compañía le permitiría cubrir sus necesidades durante el presente año bajo un esquema de hibernación. Además, en un escenario proyectado por la Clasificadora, en donde se retoman las operaciones a inicios del 2021 y solo se obtiene un nivel de ocupación promedio de 20% (promedio de 50% durante el 2019) dada la preocupación o miedo de acudir a lugares concurridos, Cineplanet registraría ratios de endeudamiento inusuales al cierre del 2020 y 2021 de alrededor de 110x y 7x, respectivamente. Se espera que en el 2022 se retomen los índices de endeudamiento habituales.

Adicionalmente, el rating del Emisor toma en cuenta los siguientes factores:

**Sólida posición de mercado y expertise del negocio.** Cineplanet se mantiene como el líder del mercado de exhibición de películas con un total de 295 pantallas y una participación de 54.9% de la taquilla total en la industria durante el 2019. Su posición de liderazgo se sustenta en el acompañamiento del plan de crecimiento del negocio *retail* del Grupo Intercorp, la ubicación estratégica de sus locaciones y su diversificación geográfica que le permite mantener diferentes precios y promociones dirigidas, reduciendo la canibalización y optimizando la ocupación de sus salas. De igual forma, la Compañía manejó un ticket promedio superior al de la industria (S/ 8.9 vs S/ 8.3) y presentó un mayor nivel de ocupabilidad promedio de sus salas (50.5% vs. 34.4%).

# Financiamiento Estructurado

**Alianza estratégica con el grupo Intercorp.** La Compañía cuenta con una alianza comercial y estratégica de largo plazo con el Grupo Intercorp a través de la cual tiene la primera opción de asegurar locaciones para sus complejos de cine (62% se encuentran en locaciones del Grupo) y permite optimizar estrategias comerciales (por ejemplo, campañas cruzadas) y mejorar el poder de negociación (a través de mejores condiciones con proveedores en común). Además, mantiene directores en común con algunas empresas del Grupo, que garantiza un alineamiento de ambos en sus planes de crecimiento.

**Desempeño financiero previo al impacto del Covid-19.** Cineplanet mostró un comportamiento adecuado en la generación de flujos, exhibiendo un EBITDA de S/ 187.8 MM y un margen EBITDA de 37.5% a fines del 2019 (S/ 134.0 MM y 31.0%, respectivamente, a diciembre 2018). En relación a lo anterior, se debe señalar que durante el 2019 se aplicó la NIIF 16. Si aislamos el efecto de la NIIF 16, el EBITDA de Cineplanet hubiese ascendido a S/ 151.8 MM y un margen EBITDA de 30.4%.

Asimismo, mantenía una óptima estructura de capital con un ratio de Deuda Financiera / EBITDA de 1.7x y un indicador Deuda Financiera Ajustada<sup>1</sup> / EBITDAR<sup>2</sup> de 3.6x, considerando que se toma en cuenta los pasivos por arrendamiento (S/ 303.6 MM) y los gastos operativos de arrendamiento (S/ 12.6 MM) por un múltiplo de 7, en la estructura de la deuda financiera.

Por su parte, se debe señalar los riesgos propios de la Industria. Así, el desempeño de la industria de exhibición está influenciada por la producción de películas. En ese sentido, hay aspectos como la calidad, la cantidad y el *timing* de películas que están fuera de su control. Asimismo, esta industria se caracteriza por ser sensible respecto de la evolución del desarrollo económico y respecto a la variación de ingresos. No obstante, ha mostrado ser menos sensible respecto a otras formas de entretenimiento.

De otro lado, cabe señalar que la presente estructura se ve beneficiada por el respaldo que le brinda la Garantía Parcial. Con el fin de mejorar el rating corporativo del emisor, la presente estructura contará con una carta fianza emitida por Interbank. La carta fianza es incondicional, irrevocable y de realización automática sin beneficio de excusión. Será efectiva a simple requerimiento del Representante de los Obligacionistas -RO- (Banco de Crédito del Perú) ante cualquier incumplimiento de Cineplanet, por lo tanto no se encuentra supeditada al riesgo crediticio de la compañía. El

fiador es uno de los cuatro principales bancos del Perú con un rating internacional de BBB y en escala local, de AAA(pe).

A su vez, es importante indicar que en julio 2020, se llevó a cabo la Asamblea Especial de Obligacionistas de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Cineplex, en donde se adoptó, entre otros, modificaciones en plazo, cronograma de pagos, amortización y garantía específica.

Así, en el caso del plazo, se acordó que los Bonos tendrán un plazo de ocho años contados a partir de su fecha de emisión. Este plazo comprende un periodo de gracia inicial de 12 meses, y un periodo de gracia adicional de 12 meses a contabilizarse a partir de julio 2020.

De igual forma, en lo referente a la amortización, se acordó que el principal se pagará mediante 20 amortizaciones trimestrales iguales a realizarse en cada fecha de vencimiento, a partir del noveno trimestre contado desde la fecha de emisión, excepto por la última amortización que se realizará en la fecha de redención. Todo esto, sin perjuicio del único periodo de gracia adicional de 12 meses, que se contabiliza desde julio 2020 hasta junio 2021.

Respecto al cumplimiento del resguardo financiero Deuda / EBITDA, el cual deberá ser menor a 3.0x, se acordó otorgar una dispensa a esta obligación, por un plazo de 24 meses a partir del segundo trimestre del 2020.

Para un mayor detalle de las dispensas y modificaciones otorgadas, se recomienda revisar la Segunda Adenda al Contrato Marco.

## ¿Qué podría modificar la clasificación asignada?

Una mejora en el *rating* podría darse en caso la recuperación de los ingresos sea más rápida de lo estimado por la Clasificadora y le permita incrementar su generación y reducir su nivel de endeudamiento, medido por el índice deuda financiera / EBITDA, por debajo de 2.5x y el índice deuda financiera ajustada / EBITDAR por debajo de 4.5x.

Por otro lado, una acción negativa se podría derivar de un impacto mayor en relación a lo estimado por la Clasificadora por los efectos del COVID-19, o un mayor tiempo de recuperación que conlleve a niveles de endeudamiento mayores a 2.5x y 4.5x, respectivamente, más allá del 2022. Además, podría afectar la calificación, un *downgrade* del *rating* del garante a niveles por debajo del *rating* de la Emisión.

<sup>1</sup> La deuda financiera ajustada incluye la deuda financiera y pasivos por arrendamiento, así como los gastos operativos por alquileres multiplicado por 7.  
<sup>2</sup> EBITDAR: EBITDA + gastos operativos por alquileres.

## ■ Perfil

Cineplex se fundó en 1999 y se dedica a la operación de salas de cine. Actualmente opera 39 complejos (23 en Lima y 16 en provincias) y la marca comercial que utiliza es Cineplanet.

El 80.59% del accionariado corresponde a Nexus Film Corp, el cual se inició como parte de Nexus Capital Partners, un fondo de inversión encargado de administrar y gestionar nuevas adquisiciones, así como el desarrollo de nuevos negocios.

Cineplanet mantiene el liderazgo del mercado peruano desde el 2001. Así, al cierre del 2019, registró un total de 295 pantallas, así como el 54.9% de la facturación por taquilla del mercado y el 53.3% del total de espectadores.

Entre las razones que explican su posicionamiento se encuentran: i) el acompañamiento en el plan agresivo de crecimiento del negocio *retail* del Grupo Intercorp; ii) la ubicación de sus locaciones (principalmente centros comerciales altamente concurridos); y, iii) su diversificación geográfica, que le permite mantener diferentes precios y promociones dirigidas, reduciendo la canibalización y optimizando la ocupación de sus salas.

**Presencia Internacional.** La Compañía tiene presencia en Chile, a través de su subsidiaria Cines e Inversiones Cineplex Limitada, la misma que contaba con 12 complejos en operación, 87 salas y 17,868 butacas y generó ingresos por S/ 113.7 MM durante el 2019 (S/ 106.4 MM en el 2018).

## ■ Estrategia

Cineplanet busca mantener su posición como la primera cadena del mercado de exhibición de películas del país a través de un plan de crecimiento, dado las perspectivas favorables que mantiene la economía del país.

Adicionalmente, cabe señalar que en línea con sus objetivos, ha trabajado en unificar la identidad corporativa en sus operaciones tanto en Perú como en Chile, y ya cuenta con formatos *Prime*, *Xtreme Laser* y *Screen X Latam*.

Luego de hacerse efectiva la resolución de Indecopi en marzo del 2018, la cual establecía el libre ingreso de comida con similares características a las vendidas en dulcería a las salas de cine, el objetivo principal de Cineplanet fue mejorar la oferta y *mix* de productos acorde a las preferencias de los clientes. Adicionalmente, buscó reducir el tiempo de espera del cliente, por lo cual se enfoca en mejorar el servicio de compra digital a través de la aplicación y la página web.

## ■ Operaciones

Cineplanet opera 39 complejos ubicados en las provincias de: Lima (23), Arequipa (3), Piura (2), Trujillo (2), Huancayo,

Juliaca, Tacna, Puno, Huánuco, Chiclayo, Cajamarca, Cusco y Pucallpa.

La diversificación de espectadores por zona geográfica y nivel socioeconómico le permite a la Empresa fijar tarifas diferenciadas. Asimismo, evita la canibalización entre complejos y optimiza el uso de la infraestructura. Por otro lado, realiza campañas cruzadas con otras empresas del Grupo Intercorp relacionadas al sector *retail*, con el fin de atraer clientes en temporadas que no se tienen películas taquilleras. Así, en el 2019, Cineplanet logró una ocupación promedio por encima de la industria (50.5% vs. 34.4%) y mantiene un ticket promedio superior (S/ 8.9 vs S/ 8.3).

Cabe señalar que la Empresa cuenta con un sistema de fidelización propio llamado "Socio Cineplanet" (antes "Planet Premium"), el cual le permite recabar información de alrededor de 2.4 MM de clientes registrados, acerca de su frecuencia de asistencia al cine, gustos y distribución geográfica. Esta información le da la posibilidad de preparar ofertas y promociones diferenciadas por tipo de consumidores, locales y películas.

Los ingresos del negocio lo componen:

- **Taquilla:** son los ingresos por las ventas de las entradas al cine y representaron el 50.8% de los ingresos totales de Cineplanet durante el 2019. Cabe mencionar que aparte del IGV, la taquilla está afectada a un "impuesto de taquilla" equivalente al 10% del ticket.
- **Dulcería:** consiste en los ingresos percibidos por las ventas de comida y dulces en los cines. Representó el 40.5% de los ingresos en el 2019.

Referente al negocio de Dulcería, se debe resaltar que en febrero 2018 la Sala Especializada de Protección al Consumidor (SPC) de Indecopi, en segunda instancia, decidió que las cadenas de cine Cinemark y Cineplanet permitan a los consumidores ingresar con alimentos y bebidas que no hayan sido adquiridas dentro de sus establecimientos. Los productos con los que se pueden ingresar a las salas deben ser de iguales y/o similares características a los que dichos establecimientos venden en sus locales, de acuerdo a los usos y costumbres del mercado. Lo anterior entró en vigencia para Cineplanet a partir del 17 de marzo del 2018.

La SPC determinó que las salas Prime de los cines no se encuentren incluidas en las medidas ordenadas por la misma, dado que éstas no alcanzan a dicho formato de negocio, que es distinto de las salas de cine regulares.

- **Otros ingresos:** correspondientes a publicidad, distribución de películas y ventas corporativas que en su conjunto representó el 8.7% de las ventas en el 2019. Cabe mencionar que desde agosto 2010, Cineplanet

también participa en distribución de películas, principalmente de films independientes y a partir del 2013 tiene la distribución de Liongates Films.

El negocio de distribución de películas, no solo es una fuente adicional de ingresos sino que le da un mayor conocimiento y exposición en la industria, como también mayor información respecto a sus competidores.

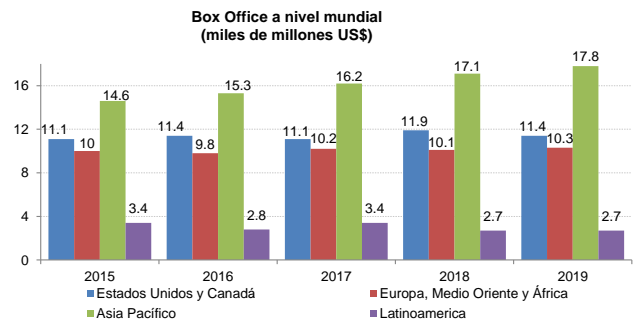
Por su parte, los principales componentes del costo de la Compañía son:

- **Alquiler de películas:** principal componente, el cual corresponde al *fee* que paga la Compañía a los distribuidores por el alquiler de películas. Se calcula como un porcentaje de la taquilla. Cineplanet no cuenta con un contrato formal con los distribuidores y las condiciones pueden variar dependiendo del tipo de película (*blockbuster* o no) y la semana de exhibición en que se encuentre. Este alquiler se reduce a medida que transcurren semanas desde la fecha de estreno variando en un rango de 60% al 35%.
- **Gasto por Alquileres y Usufructo de locales:** éste representó aproximadamente el 15.9% del costo de operación durante el 2019. La Compañía no opera en locales propios, así el 100% de sus complejos son alquilados y los contratos de alquiler o usufructo varían entre 10 y 30 años. El costo de alquiler por lo general se basa en una estructura de una renta mínima fija o un porcentaje de las ventas.

Cabe señalar que Cineplex S.A., a través de su alianza con Intercorp, se encuentra en buena parte en los proyectos inmobiliarios del Grupo. Así, el 62% de sus complejos existentes (24), se encuentran en locaciones del Grupo, principalmente en centros comerciales. Cabe mencionar que su fuerte posición en el mercado le ha permitido entrar en alianza con otros centros comerciales no vinculados a Intercorp, como son el Grupo Wong y el Grupo Breca.

## ■ Industria

A nivel mundial la industria generó ingresos por US\$42.2 billones durante el 2019, superior en 1.0% a lo mostrado en el 2018, principalmente por el incremento de la recaudación en la región de Asia Pacífico (en 4.1%), la cual se ha convertido en el mercado más grande en términos de taquilla (42.2% del total).



\* Fuente: American Motion Picture Association

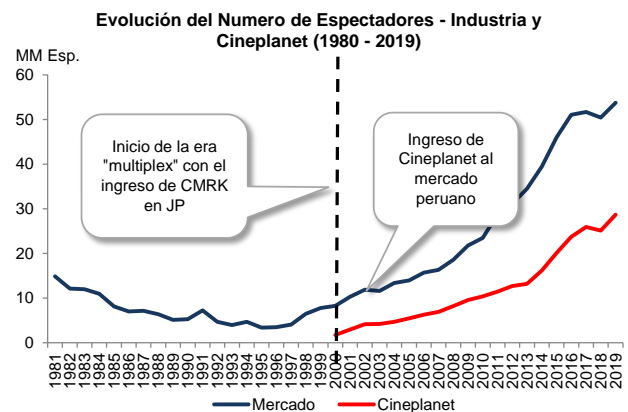
En relación a lo anterior, resalta la facturación en China por US\$9.3 billones, lo que representó el 22.0% de la recaudación total mundial.

Por su parte, el mercado de América Latina mostró ingresos por US\$2.7 billones en el 2019 (mismo nivel recaudado que el 2018).

En el caso específico de Perú, durante el 2019 se recaudó S/ 463.1 MM en taquilla (alrededor de US\$139.5 MM), generándose un incremento de 8.1% respecto al 2018, explicado principalmente por mejores estrenos, lo que se reflejó en el incremento de espectadores, el cual pasó de 50.5 MM a 53.8 MM, en similar lapso de tiempo.

En general, la industria del cine se caracteriza por ser sensible respecto a la evolución del desarrollo económico y respecto a la variación de ingresos de la población. En tiempos de crisis puede ser reemplazado por bienes y servicios primarios como alimentos, salud, educación.

En el Perú, con la incursión de las cadenas de multicines, se inició una tendencia creciente en la industria. Como parte de lo anterior, entre el periodo 2010 – 2014, el número de pantallas creció en promedio un 12% por año. En el 2016, 2017 y 2018 los incrementos fueron de 0.2%, 9.4% y 1.3%, respectivamente. En el 2019, se registró la misma tendencia, al aumentar el número de pantallas en 3.8%.



\* Fuente: Cineplex S.A.

Asimismo, el número de pantallas en el Perú se mantiene por debajo de otros países de América Latina como Chile y México, reflejando el potencial de crecimiento que aún mantiene el sector.

Por otro lado, el desempeño de la industria está influenciado por la industria de producción de películas. En ese sentido, hay aspectos como la calidad, la cantidad y el *timing* de películas que están fuera de su control y pueden determinar el éxito de un mes o del año. Así, durante el 2019, las diez películas más taquilleras concentraron el 43.0% del total de espectadores (34.3% en el 2018).

La competencia de la industria de exhibición abarca varios tipos de servicio de entretenimiento como son el teatro, eventos deportivos, conciertos, etc.; sin embargo, el cine se mantiene como forma de entretenimiento más popular y asequible. Además tiene otros sustitutos como son la piratería y el entretenimiento multimedia en casa. Pese a estos avances, el cine se sigue posicionando como una ventana clave de promoción para los estudios y la difusión de sus películas.

En el Perú los tres principales proveedores de películas son Cinecolor, New Century y UIP concentrando el 70% de este mercado. Ellos alquilan las películas a los cines por un porcentaje de la taquilla que depende del potencial de recaudación de la película y la semana en que se encuentra desde su estreno. La negociación se tiende a dar antes de que la película sea estrenada pero puede renegociarse de acuerdo a los resultados de la película.

### Posición Competitiva Cineplex:

La industria de exhibición de películas en el Perú está dominada por cinco cadenas de multicines. En el 2019, esta industria facturó S/ 463.1 MM. Cabe señalar que Cineplanet se mantiene como líder del sector con una participación de 54.9% de la recaudación total del mercado y 295 pantallas.

**Cinemark:** es la segunda cadena en el Perú con 102 pantallas y mantiene una participación en la recaudación de 17.8% del mercado. Es filial de Cinemark Holding, la tercera cadena de exhibición de películas de los Estados Unidos, la cual cuenta con una amplia diversificación geográfica (más de 5,200 pantallas alrededor del mundo) y con una importante presencia en América Latina.

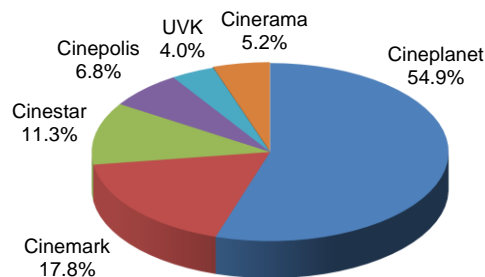
**Cinestar:** posee el 11.3% del mercado y 126 pantallas. Esta empresa fundada en 1990 ha incursionado principalmente en zonas de ingresos medios / bajos, con salas de bajos costos y menor tarifa promedio.

**Cinepolis:** cadena mexicana que opera en Perú desde el 2010. Durante el 2019, registró una participación de mercado de 6.8%, opera cinco complejos en el país y cuenta con 42 pantallas. Cinepolis es la primera cadena de cines de

Latinoamérica y la cuarta a nivel mundial. Opera a nivel internacional en más de diez países: México, Guatemala, Honduras, El Salvador, Costa Rica, Panamá, Perú, Colombia, India, Brasil y complejos de lujo en Estados Unidos.

**Multicines UVK:** Empresa de capitales peruanos, el cual posee el 4.0% del mercado y 40 pantallas.

Market Share Industria Exhibición de Películas Dic-19



\* Fuente: Cineplex S.A.

Cineplanet, como se mencionó, se mantiene como el líder del mercado desde el 2001. Entre las principales razones que explican el liderazgo se encuentran la diversificación geográfica de sus complejos que le permite mantener diferentes precios y promociones dirigidas. Así, su ticket promedio y su nivel de ocupación son mayores al resto de la industria.

Adicionalmente, se debe señalar que Cineplanet ha mantenido un plan de expansión con el objetivo de mantener su liderazgo. Así, entre el 2013 y 2014 se inauguraron diez complejos de cine, cinco ubicados en provincia y cinco en Lima, además se culminó la ampliación del Cineplanet San Miguel. En el 2016 y 2017, se abrieron dos nuevos complejos por año; mientras que en el 2018 solo se inauguró un complejo adicional. Durante el 2019, se abrieron tres complejos (Caminos del Inca y Puruchuco en Lima y Paseo Central en Arequipa). Tomando en consideración lo anterior, la participación de la Compañía en recaudación se incrementó de 39.2% en el 2013, a 54.9% en el 2019.

Evolución Indicadores Cineplanet y Resto de Industria

		2015	2016	2017	2018	2019
Taquilla /1 (S/ Miles)	Cineplanet	178,567	208,493	235,431	227,439	254,429
	Resto industria	208,370	215,511	201,289	200,921	208,645
	<b>% CP/Total</b>	<b>46.1%</b>	<b>49.3%</b>	<b>53.9%</b>	<b>53.1%</b>	<b>54.9%</b>
Salas	Cineplanet	232	252	265	269	295
	Resto Industria	333	314	354	358	356
Espectadores (miles)	Cineplanet	20,093	23,722	25,959	25,147	28,690
	Resto Industria	25,915	27,342	25,742	25,323	25,100
Tarifa (S/)	Cineplanet	8.9	8.8	9.1	9.0	8.9
	Resto Industria	8.0	7.9	7.8	7.9	8.3

/1 La taquilla y las tarifas se muestran netas de los impuestos.  
Fuente: Cineplex S.A.

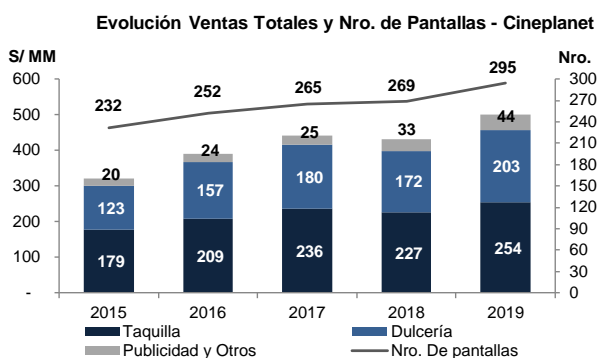
## Desempeño Financiero

Cineplanet registró un crecimiento sostenido, a excepción del 2018, en su nivel de ingresos. Así, entre los años 2010 – 2017, éstos pasaron de S/ 137.4 MM a S/ 441.5 MM, respectivamente, creciendo en promedio 18.1% por año (CAGR).

Los factores que explicaron este crecimiento fueron: i) el aumento en el número de salas (122 a 265 en el periodo en mención); ii) mayores niveles en la ocupación y de espectadores por pantalla; y, iii) el mayor ticket promedio de las entradas.

Como se mencionó, en el 2018, las ventas totales mostraron una ligera reducción en 2.1%. Esta disminución se debió a que las películas estrenadas no lograron un alto desempeño en recaudación en comparación al 2017, a lo que contribuyó los eventos relacionados al mundial del fútbol en Rusia. Asimismo, se debe considerar que el comportamiento de la venta de entradas también afectó las ventas en dulcería.

Durante el 2019, las ventas totales ascendieron a S/ 500.8 MM, superiores en 15.8% a lo registrado en el 2018. Este aumento se debió a mejores estrenos en el año, así como por el incremento en la participación de mercado (incluido la apertura de tres nuevos complejos). En el caso de las ventas en dulcería, estas fueron impulsadas por una mejor oferta y mix de productos.



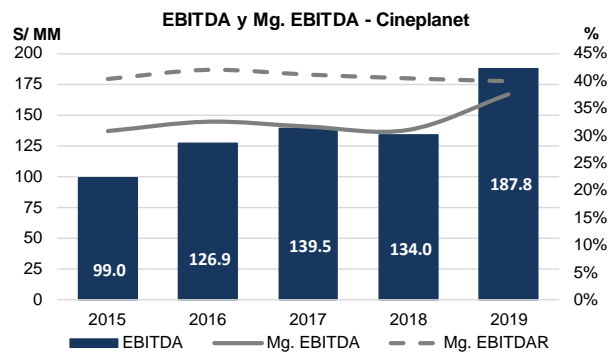
\* Fuente: Cineplex S.A.

Respecto a la utilidad bruta de Cineplanet, ésta ascendió a S/ 174.5 MM durante el 2019, mientras que el margen bruto fue de 34.8% (S/141.8 MM y 32.8%, respectivamente, en el 2018).

Por su parte, los gastos administrativos y de ventas ascendieron a S/ 38.1 MM, similar nivel que lo registrado en el 2018. En términos relativos, estos gastos representaron el 7.6% del total de ingresos (8.3% al cierre del año anterior).

Considerando lo anterior, cabe mencionar que la Compañía registró un EBITDA de S/ 187.8 MM durante el 2019 (S/ 134.0 MM en el 2018). A su vez, el margen EBITDA fue de 37.5%

(31.0% a fines del 2018). Como se mencionó anteriormente, si no incluimos el efecto de la NIIF 16, el EBITDA de Cineplanet al cierre del 2019 hubiera ascendido a S/ 151.8 MM.



Fuente: Cineplex S.A.

Cabe mencionar que tras la aplicación de la NIIF 16, el efecto incremental en el EBITDA por la norma fue de aproximadamente de S/ 36 MM en el 2019.

Al sumarle el gasto operativo por arrendamiento al EBITDA (S/ 12.6 MM), el EBITDAR ascendió a S/ 200.3 MM, mientras que el margen EBITDAR fue 40.0% (S/ 175.1 MM y 40.5%, respectivamente, al cierre del 2018).

De otro lado, los gastos financieros totales ascendieron a S/ 39.2 MM (S/ 16.6 MM en el 2018). El incremento se dio a causa de la aplicación de la NIIF 16 siendo los gastos financieros relacionados a esta S/ 20.8 MM. Tomando en cuenta lo anterior, los ratios EBITDA / Gastos Financieros y FFO / Intereses ascendieron a 4.8x y 4.1x, respectivamente (8.0x y 7.0x, respectivamente, en el 2018).

Finalmente, la utilidad neta de la Compañía ascendió a S/ 76.3 MM, 27.3% por encima de lo registrado durante el 2018 (S/ 59.9 MM). De esta manera, registró un ROE promedio de 46.8% (49.5% a fines del 2018).

## Estructura de Capital

A diciembre 2019, tras la aplicación de la NIIF 16, Cineplex registró activos totales por S/ 875.9 MM (S/ 463.0 MM a diciembre 2018), compuestos principalmente por activo fijo (41.7%), activos por derecho de uso (36.9%), caja (13.4%), inversiones en subsidiarias (2.7%), la cual corresponde a la inversión que mantiene la Compañía en su subsidiaria Cine e Inversiones Cineplex Limitada en Chile, entre otros.

En lo referente al saldo de la deuda financiera, éste ascendió a S/ 323.5 MM, superior en 32.8% a lo registrado al cierre del 2018, debido a la emisión del segundo programa de bonos corporativos para financiar inversiones. Es importante mencionar que el 20.4% de la deuda se encuentra en el corto plazo.

Dentro de la composición de la deuda financiera se incluye la colocación de bonos corporativos. La Primera Emisión del Primer Programa se colocó en abril del 2014 y mantiene un saldo de S/ 36.0 MM a diciembre 2019. Dicha emisión se destinó parcialmente a la cancelación de deudas por S/ 74 MM y a financiar el plan de expansión de la Compañía. Entre las deudas canceladas estuvieron los préstamos a mediano plazo (alrededor de US\$15.0 MM), con la finalidad de liberar la totalidad de garantías de flujos otorgadas por la Compañía y mantener un *negative pledge* de los flujos de todos los locales existentes a la fecha de emisión. Así, los bonos y cualquier endeudamiento futuro que ésta mantenga, serán *pari passu* frente a la totalidad de generación de caja de la Compañía.

Asimismo, en julio 2019, se colocó la Primera Emisión del Segundo Programa por S/ 150.0 MM, a un plazo de 7 años (con dos años de gracia) y a una tasa de 5.75%, con características similares al Primer Programa y destinado a financiar principalmente la apertura de nuevos complejos.

Entre los préstamos bancarios, a diciembre 2019, se destaca el financiamiento con Scotiabank, el cual registra un saldo en conjunto de S/ 85.7 MM, con tasas entre 4.95% y 6.90% y con vencimientos entre setiembre 2021 y setiembre 2023. Adicionalmente, mantiene un préstamo con Interbank, el cual registra un saldo de S/ 27.3 MM, a una tasa de 6.04% y con vencimiento en abril 2024. Dichos créditos fueron otorgados sin ningún tipo de garantía.

En lo referente al calce de monedas y su exposición al riesgo cambiario, se debe indicar que la Compañía no presentaba deuda en dólares al cierre del 2019 (65.2% a diciembre 2013).

Asimismo, es importante mencionar que la Compañía registró un nivel de pasivos por derecho de uso por S/ 303.7 MM al cierre del 2019. Para periodos anteriores, la Clasificadora considera, como comparable, el gasto por alquileres multiplicado por un factor de 7x.

Respecto al apalancamiento, el indicador Deuda Financiera / EBITDA ascendió a 1.7x. A su vez, el indicador Deuda Financiera Ajustada<sup>3</sup> / EBITDAR<sup>4</sup> ascendió a 3.6x (3.0x a diciembre 2018), debido al mayor nivel de financiamiento enfocado en el plan de expansión que se tenía programado.

## Perspectivas económicas para el 2020

Durante el mes de marzo 2020 el entorno económico local y mundial cambió drásticamente a raíz de la crisis que viene generando el COVID-19 a nivel mundial. De un crecimiento económico global y local esperado de 2.5% y 2.7%, respectivamente, pasamos a un escenario de recesión global

con una caída mundial estimada de -3.0%, según FMI, y local de -12%, según los estimados de Apoyo Consultoría.

Como parte de las medidas de prevención y para evitar la propagación del virus, tras la declaratoria de estado de emergencia, se decidió el cierre de operaciones de las salas de cine desde el 16 de marzo. En dicho contexto, esta industria se ha contraído fuertemente.

## Medidas tomadas por Cineplanet para contrarrestar el efecto del COVID-19 y proyecciones financieras

Para hacer frente al escenario adverso descrito previamente, la Compañía ha tomado diversas medidas a partir de la declaratoria de emergencia, entre las cuales destacan: i) la no repartición de dividendos; ii) revisión de contratos de alquiler; iii) renegociación de préstamos de mediano plazo y de ciertas condiciones de los Programas de Bonos Corporativos; iv) aplazamiento de proyectos no iniciados; v) reducción de capex de remodelación y expansión; vi) personal de atención bajo suspensión perfecta y contratos a plazo fijo no renovados; y, vii) suspensión de gastos de marketing y tecnología.

Lo anterior le permitiría a Cineplanet implementar un plan de hibernación para reducir costos al mínimo posible y mantener un nivel de liquidez para afrontar la actual situación. De esta manera, la posición de caja que registra la Empresa le permitiría cubrir sus necesidades durante el presente año. Además, en un escenario proyectado por la Clasificadora, en donde se retoman las operaciones a inicios del 2021 y solo se obtiene un nivel de ocupación promedio de 20% (promedio de 50.5% durante el 2019) dada la preocupación o miedo de acudir a lugares concurridos, Cineplanet registraría índices de endeudamiento inusuales al cierre del 2020 y 2021 de alrededor de 110x y 7x, respectivamente. Se espera que en el 2022 se retomen los índices de endeudamiento habituales.

## ■ Características de los Instrumentos

### Primer Programa de Bonos Corporativos Cineplex

En Junta General de Accionistas celebrada el 13 de junio del 2013, se aprobó el Primer Programa de Bonos Corporativos Cineplex hasta por un monto máximo en circulación de US\$150.0 MM o su equivalente en nuevos soles.

La vigencia del programa es de seis años contados a partir de la fecha de su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV.

Entre las obligaciones y restricciones establecidas para el Emisor bajo el Programa de Bono, se encuentran:

- Mantener libres de cualquier carga o gravamen todos y

<sup>3</sup> La deuda financiera ajustada incluye la deuda financiera y pasivos por arrendamiento, así como los gastos operativos por alquileres multiplicado por 7.

<sup>4</sup> EBITDAR: EBITDA + gastos operativos por alquileres.

cada uno de los complejos de cines operados por el Emisor a la fecha del presente Contrato Marco (Complejos Comprometidos).

- El Emisor deberá abstenerse de realizar Actos de Disposición<sup>5</sup> de los Derechos de Explotación Comprometidos y/o los Complejos Comprometidos.
- El Emisor no podrá participar en ningún proceso de transformación, reorganización societaria, liquidación, fusión o escisión, salvo algunas excepciones las cuales no deben afectar o involucrar los Complejos Comprometidos, y que no generen o puedan generar una reducción en la clasificación de riesgo de las Emisiones.
- La Compañía deberá mantener un Ratio de Endeudamiento (Deuda/EBITDA) inferior a 3.5x entre la fecha de Emisión hasta el 2015; y menor a 3.0x a partir del 2016; y,
- Se abstendrá de acordar o pagar dividendos en caso que: el ratio de Cobertura (EBITDA/Servicio de Deuda) sea inferior a 1.5x y/o el Ratio de Endeudamiento sea igual o superior a 3.0x.

### Primera Emisión del Primer Programa:

En abril 2014 se colocó la Primera Emisión del Primer Programa por un monto de S/ 119.9 MM y a una tasa de 7.75%. No existe opción de rescate, salvo en los casos en los que establece la norma.

Los Bonos están garantizados en forma genérica con el patrimonio del Emisor. Asimismo, la emisión cuenta con una garantía específica correspondiente a una Carta Fianza del Interbank.

Es importante indicar que en julio 2020, se llevó a cabo la Asamblea Especial de Obligacionistas de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Cineplex, en donde se adoptó, entre otros, modificaciones en plazo, cronograma de pagos, amortización y garantía específica.

Así, en el caso del plazo, se acordó que los Bonos tendrán un plazo de ocho años contados a partir de su fecha de emisión. Este plazo comprende un periodo de gracia inicial de 24 meses, y un sólo periodo de gracia adicional de 12 meses a contabilizarse a partir de julio 2020.

De igual forma, en lo referente a la amortización, se acordó que el principal se pagará mediante 20 amortizaciones trimestrales iguales a realizarse en cada fecha de vencimiento, a partir del noveno trimestre contado desde la fecha de emisión, excepto por la última amortización que se realizará en la fecha de redención. Todo esto, sin perjuicio

del único periodo de gracia adicional de 12 meses, que se contabiliza desde julio 2020 hasta junio 2021.

Respecto al cumplimiento del resguardo financiero Deuda / EBITDA, el cual deberá ser menor a 3.0x, se acordó otorgar una dispensa a esta obligación, por un plazo de 24 meses a partir del segundo trimestre del 2020.

Para un mayor detalle de las dispensas y modificaciones otorgadas, se recomienda revisar la Segunda Adenda al Contrato Marco.

### Fianza Bancaria:

Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. otorga el *rating* de AA-(pe) a la presente estructura, sobre la base de la mayor tasa de *recovery* que se espera obtengan los bonistas en caso de incumplimiento, frente a otra deuda senior no garantizada.

Esta mayor tasa de *recovery* es posible gracias a la garantía parcial que ofrece Interbank a los bonistas. Esta garantía corresponde a una carta fianza bancaria (CFB) incondicional, irrevocable y de realización automática sin beneficio de excusión y efectiva a simple requerimiento del RO. Será emitida hasta por la suma de S/ 21 MM, y manteniéndose en un monto equivalente al 15% del saldo de los bonos.

La carta fianza deberá mantenerse vigente durante todo el plazo de vigencia de esta Primera Emisión por lo que será renovada con treinta (30) días de anticipación a cada fecha de vencimiento anual y siempre por un importe no menor al quince por ciento (15%) del *outstanding* de los Bonos.

Adicionalmente, la carta fianza será ejecutada al 100% de su monto en caso la Asamblea Especial u Asamblea General opte por dar vencidos los plazos de los bonos producto de los eventos de incumplimiento establecidos en los contratos, incluyendo entre otros:

- La no renovación de la carta fianza en las condiciones establecidas.
- El incumplimiento de los resguardos financieros establecidos en el contrato marco.

Cabe señalar que si bien la renovación anual de la carta fianza está sujeta a la aprobación del banco emisor, se ha establecido que en caso no se renueve en las condiciones establecidas en el contrato y no se tome un acuerdo respecto a su ejecución a más tardar el 10mo día antes de su fecha de vencimiento, el Representante de los obligacionistas deberá presentar la carta fianza para su ejecución por el 100% del monto ante el banco emisor.

La no renovación de la CFB en dicho periodo, implicará la

<sup>5</sup> Acto jurídico que tenga por objeto vender, arrendar, usufructuar, enajenar, transferir, disponer, ceder derechos bajo cualquier título o modalidad, otorgar garantías personales o reales, gravar o afectar los ingresos, derechos y/o activos del Emisor.



ejecución de la misma por parte del Representante de Obligacionistas (Banco de Crédito). Asimismo, el garante ha renunciado a su derecho de subrogación.

El garante Interbank, es el cuarto banco del sistema, con un liderazgo marcado en el segmento *retail*. A diciembre 2019 mantuvo una participación del 12.7% y 13.3% del mercado en créditos y depósitos, respectivamente. La Entidad pertenece a InterCorp Financial Services Inc. (98.5% de las acciones), holding financiero controlado por la familia peruana Rodríguez Pastor (79.1% de participación).

Interbank mantiene una calificación de riesgo internacional de BBB con perspectiva negativa, otorgada por *FitchRatings*; y en escala local, tiene un rating de AAA(pe). El *rating* se sustenta en la buena performance que ha mantenido la Institución en los últimos años, la cual se refleja en atractivos niveles de rentabilidad (ROAE y ROAA de 21.6% y 2.5%, respectivamente, a diciembre 2019) y su sólida posición en la banca de consumo. Asimismo, mantiene un ratio de capital global de 15.2%. Para mayor detalle del garante, ver informe completo en [www.aai.com.pe](http://www.aai.com.pe).

## Cineplex S.A.

(cifras en miles de S/)

Tipo de Cambio S./US\$ a final del Período	3.32	3.38	3.24	3.36	3.41
	-- NIIF 16 --	----- Sin NIIF 16 -----			
	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA	187,778	134,042	139,543	126,908	98,962
Mg. EBITDA	37.5%	31.0%	31.6%	32.5%	30.8%
EBITDAR	200,345	175,111	181,702	163,973	129,954
Margen EBITDAR	40.0%	40.5%	41.2%	42.0%	40.4%
(FFO) / Capitalización	34.7%	40.2%	46.6%	48.8%	46.0%
(FFO) / Capitalización ajustada	19.5%	23.2%	24.8%	25.6%	26.2%
FCF / Ingresos	-2.3%	12.3%	-8.2%	5.3%	-3.3%
ROE (promedio)	46.8%	49.5%	76.5%	77.5%	55.2%
<b>Cobertura</b>					
Cobertura de intereses del FFO	4.1	7.0	6.9	6.9	6.4
EBITDA / Gastos financieros	4.8	8.1	8.4	8.6	6.3
EBITDA / Servicio de deuda	1.8	1.5	1.2	2.0	1.9
EBITDAR / (Gastos financieros + Arrend. Devengados)	3.9	3.0	3.1	3.2	2.8
EBITDAR / (Servicio de deuda + Arrend. Devengados)	1.7	1.3	1.1	1.6	1.6
Cobertura de cargos fijos del FFO	3.4	2.7	2.7	2.7	2.8
FCF / Servicio de deuda	0.3	0.8	-0.2	0.5	0.1
(FCF + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	1.0	1.4	-0.1	0.6	0.5
CFO / Inversión en Activo Fijo	1.3	4.5	1.8	2.8	2.3
(EBITDA + caja) / Servicio de deuda	2.9	2.3	1.3	2.3	2.7
<b>Estructura de capital y endeudamiento</b>					
Deuda financiera total / (FFO + GF+ Alquileres)	1.9	1.5	1.5	1.5	1.6
Deuda Financiera / EBITDA	1.7	1.8	1.7	1.6	2.1
Deuda Financiera Ajustada / EBITDAR	3.6	3.0	2.9	2.8	3.3
Deuda Financiera Ajustada Neta / EBITDAR	3.0	2.6	2.8	2.7	3.0
Costo de financiamiento estimado	6.7%	6.9%	7.0%	7.2%	8.3%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	20.4%	30.1%	42.8%	24.4%	17.1%
Deuda financiera total / Capitalización	64.4%	62.3%	71.7%	71.4%	71.3%
<b>Balance</b>					
Activos totales	875,868	462,989	402,133	374,009	337,782
Caja e inversiones corrientes	117,142	75,147	18,555	19,584	37,226
Deuda financiera Corto Plazo	65,837	73,231	102,703	49,815	35,263
Deuda financiera Largo Plazo	257,639	170,341	137,165	154,701	170,410
Deuda Financiera	323,476	243,572	239,868	204,516	205,673
Pasivo por Arrendamiento	303,664	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda Financiera Ajustada	715,109	531,055	534,981	463,971	422,617
Patrimonio Total	178,463	147,580	94,829	81,789	82,589
Capitalización	501,939	391,152	334,697	286,305	288,262
<b>Fujo de caja</b>					
<b>Fujo generado por las operaciones (FFO)</b>	<b>122,217</b>	<b>99,555</b>	<b>97,348</b>	<b>87,786</b>	<b>85,666</b>
Variación de capital de trabajo	(3,583)	(26)	(5,487)	15,007	1,915
<b>Fujo de caja operativo (CFO)</b>	<b>118,634</b>	<b>99,529</b>	<b>91,861</b>	<b>102,793</b>	<b>87,581</b>
Inversiones en Activos Fijos	(91,898)	(22,174)	(51,456)	(36,785)	(37,966)
Dividendos comunes	(38,097)	(24,137)	(76,786)	(45,431)	(60,370)
<b>Fujo de caja libre (FCF)</b>	<b>(11,361)</b>	<b>53,218</b>	<b>(36,381)</b>	<b>20,577</b>	<b>(10,755)</b>
Otras inversiones, neto	(8,054)	(330)	-	-	23,907
Variación neta de deuda	79,904	3,704	35,352	(38,219)	(3,298)
<b>Variación de caja</b>	<b>(25,071)</b>	<b>56,592</b>	<b>(1,029)</b>	<b>(17,642)</b>	<b>9,854</b>
<b>Resultados</b>					
Ingresos	500,822	432,309	441,460	390,506	321,532
Taquilla	254,429	227,440	236,276	209,493	178,567
Dulcería	202,891	171,814	180,436	156,838	123,219
Otros	43,502	33,055	24,748	24,175	19,746
Variación de Ventas	15.8%	-2.1%	13.0%	21.5%	31.5%
Utilidad operativa (EBIT)	136,340	105,960	115,670	106,086	79,998
Gastos Financieros Totales	39,172	16,643	16,565	14,805	15,821
Gasto Operativo por Arrendamiento	12,567	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Alquileres	n.d.	41,069	42,159	37,065	30,992
Resultado neto	76,338	59,947	67,583	63,710	45,122

**EBITDA** = Ut. Operativa (no incluye otros ingresos y egresos) + Deprec.+ Amort.

**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 Com.+ Cambio en Existencias -Cambio en Clas.x Pagar Com.

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

**Cargos fijos** = Gastos Fin. + Dividendos Pref. + Arriendos

**Deuda Financiera Total** = Deuda Financiera + Pasivos por Arrendamiento

**Deuda Financiera Total Ajustada** = Deuda Financiera Total + Gastos Operativos por Arrendamiento \* (7.0%)

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

**Capitalización ajustada:** Deuda ajustada total + patrimonio total + acciones preferentes + interés minoritario

# Financiamiento Estructurado

## **ANTECEDENTES**

Emisor:	Cineplex S.A.
Domicilio legal:	Avenida Larco 663 Miraflores
RUC:	20429683581
Teléfono:	(511) 619 4400

## **RELACIÓN DE DIRECTORES**

Rafael Dasso Montero	Presidente
Felipe Cebrecos Revilla	Director
Julio Luque Badenes	Director
Misael Shimizu Mitsumasu	Director
Bernardo Rehder Castro	Director

## **RELACIÓN DE EJECUTIVOS**

Fernando Soriano Barrantes	Gerente General
Angélica Cotos Luque	Director de Finanzas y Planeamiento
Rafael Nieves Rondón	Director de Operaciones
Juan José Duffoo Sarmiento	Director Comercial Corporativo
Alvaro Sedano Andrade	Director de Programación y Distribución
Sonia Quispe Ramírez	Gerente de Contraloría
Victor Arévalo Rodríguez (hasta 06/2020)	Gerente de Sistemas
Carla Cavagnaro	Directora de Desarrollo Humano

## **RELACIÓN DE ACCIONISTAS**

Nexus Film Corp. (Panamá)	80.59%
Rafael Dasso Montero	6.51%
Bernardo Rehder Remy	4.70%
Otros	8.20%

## 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 **Cineplex S.A.:**

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación*</u>
<b>Primer Programa de Bonos Corporativos Cineplex S.A.</b>	
<b>Primera Emisión</b>	<b>AA- (pe)</b>
<b>Perspectiva</b>	<b>Negativa</b>

### Definiciones

**CATEGORÍA AA(pe):** Corresponde a una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones financieras en los plazos y condiciones pactados. Esta capacidad no es significativamente vulnerable ante cambios adversos en circunstancias o el entorno económico.

(+) *Corresponde a instituciones con un menor riesgo relativo dentro de la categoría.*

(-) *Corresponde a instituciones con un mayor riesgo relativo dentro de la categoría.*

**Perspectiva:** Indica la dirección en que se podría modificar una clasificación en un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, estable o negativa. Una perspectiva positiva o negativa no implica necesariamente un cambio en la clasificación. Del mismo modo, una clasificación con perspectiva estable puede ser cambiada sin que la perspectiva se haya modificado previamente a positiva o negativa, si existen elementos que lo justifiquen.

(\*) 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 0.0% de sus ingresos totales del último año.

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.