

## CALIFICACIÓN:

Primera Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	(-)
Acción de calificación	Revisión
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	enero 2024

## DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se verá afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AAA	ene-2020	PCR
AAA	jul-2020	PCR
AAA (-)	ene-2021	PCR
AAA (-)	jul-2021	PCR
AAA (-)	ene-2022	PCR
AAA (-)	jul-2022	PCR
AAA (-)	ene-2023	GlobalRatings
AAA (-)	jul-2023	GlobalRatings
AAA (-)	ene-2024	GlobalRatings

## CONTACTO

**Hernán López**  
Presidente Ejecutivo  
[hlopez@globalratings.com.ec](mailto:hlopez@globalratings.com.ec)

**Mariana Ávila**  
Vicepresidente Ejecutivo  
[mavila@globalratings.com.ec](mailto:mavila@globalratings.com.ec)

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA (-) para la Primera Emisión de Obligaciones MULTICINES S.A. En comité No. 204-2024, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 31 de julio de 2024; con base en los estados financieros auditados de los períodos 2021, 2022 y 2023, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha junio 2023 y 2024. (Aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2020-00001930, del 18 de febrero de 2020 por un monto de hasta USD 10.500.000).

## FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El PIB del sector de entretenimiento experimentó un crecimiento durante el periodo 2021-2022 y hasta el primer trimestre de 2023. Para los últimos trimestres de 2023, la variación del PIB fue negativa debido a la desaceleración del crecimiento en el sector. Las ventas del sector de entretenimiento han recuperado niveles prepandemia, lo que se explica por la eliminación de ciertas medidas de distanciamiento social y la mayor concesión de crédito para el sector, particularmente para las actividades de cine, las cuales tuvieron un crecimiento de 129% en crédito otorgado en 2023 con respecto a 2022.
- MULTICINES S.A. se dedica a la proyección y exhibición de películas en salas de cine, además de comercializar dulces, snacks y bebidas. También ofrece servicios publicitarios en pantalla como complemento. Desde septiembre 2023, cuentan con centros de entretenimiento con servicios tipo Arcade, entre otros. Con presencia en Quito, Guayaquil y Cuenca, destaca en la ciudad de Quito debido a su variada oferta de complejos. La representación legal recae en el Gerente General, y aunque no cuenta con un Directorio consolidado, implementa políticas para la gestión de riesgos. La empresa forma parte del Grupo Económico Multicines.
- La diversificación de actividades ha contribuido a la estabilidad financiera de la empresa y su capacidad para adaptarse a cambios en el mercado. Este desempeño positivo se refleja en un aumento progresivo en la venta de boletos y un margen bruto en constante mejora, que ha pasado del 7% en 2021 al 19% en 2022 y al 25% en 2023. La empresa muestra un compromiso con la expansión y la adquisición de nuevos complejos, incluida la fusión por absorción con Cinemark y Cinext, así como también el aumento en el activo fijo. De esta forma, MULTICINES S.A. se encuentra en una posición sólida para el futuro, respaldada por proyecciones con una tendencia al alza. La estrategia de expansión augura crecimiento de ingresos, con una proyección de aumento del 25% en 2024 y un margen bruto en constante crecimiento. La empresa ha manejado eficientemente su deuda, el nivel de apalancamiento ha aumentado a junio 2024 debido a nuevos créditos para financiar las adquisiciones, ubicándose en 2,54. Se proyectan resultados financieros positivos y los índices financieros de liquidez, solvencia, endeudamiento y rentabilidad respaldan esta mejora.
- Es relevante considerar la gestión del patrimonio de la empresa. A pesar de las pérdidas generadas en años anteriores, se observa un respaldo por parte de los accionistas, quienes realizaron aportes sustanciales para futuras capitalizaciones, alcanzando USD 7,56 millones en junio 2024 como un respaldo a la compañía. Este apoyo financiero y la decisión de la Junta de Accionistas de compensar las pérdidas generadas en 2021 con resultados acumulados demuestran el compromiso de la empresa y sus accionistas para mantener su estabilidad financiera. Con la adquisición de Cinemark del Ecuador S.A. y Five Stars Cinema FSCS S.A., el capital social de MULTICINES S.A. aumentó a USD 10 millones y al patrimonio total contabilizó USD 27,67 millones a junio 2024.
- MULTICINES S.A. ha demostrado generación positiva de flujo de efectivo a nivel operacional, impulsada por estrategias eficaces en la gestión de proveedores e inventario, durante todo el periodo analizado. En 2023, una expansión significativa de inversiones de USD 36 millones en subsidiarias fue financiada con aumentos de deuda con entidades financieras y la contribución de un positivo flujo de efectivo, suficientes para cubrir estas iniciativas expansivas. Las proyecciones futuras indican una persistente generación de flujo operativo, respaldando la estrategia de expansión y permitiendo amortizaciones graduales de financiamiento externo. Este análisis enfatiza la solidez financiera de MULTICINES S.A. y su capacidad para gestionar eficazmente los flujos de efectivo, respaldando su crecimiento sostenible en el mercado.

- Las garantías que respaldan la emisión se han cumplido cabalmente, incluido un límite de endeudamiento que consiste en mantener una relación de deuda con costo sobre patrimonio no mayor a dos (2) veces, en todo momento mientras esté vigente la emisión. Además de un resguardo adicional que consiste en generar flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

MULTICINES S.A. ha experimentado un notorio crecimiento en sus ingresos durante el periodo analizado, principalmente impulsado por la recuperación del sector desde 2021. En particular, las ventas pasaron de USD 13,44 millones al cierre de 2021 a USD 21,75 millones en diciembre de 2022, lo que representa un incremento de 61,81%. Este aumento se debió, en gran medida, al lanzamiento de películas de gran anticipación a nivel mundial, lo que generó un mayor número de espectadores en las salas de cine en todo el mundo. Al terminar el año 2023, los ingresos alcanzaron los USD 30,41 millones, lo que representó un incremento de 39,78% en comparación con 2022. Además, el número de boletos vendidos en el último año indica una recuperación gradual en el sector, en comparación con los años previos.

En lo que respecta a la distribución de ingresos por líneas de negocio, durante los últimos años, la fuente más significativa ha sido la venta de boletos, con una participación promedio de 45,59%, seguida de cerca por la venta de snacks y bebidas, que ha representado en promedio 43,22% de los ingresos totales. Los ingresos corporativos han mantenido una contribución de 4,56%, mientras que la diferencia corresponde a otras fuentes de ingresos, como la distribución de películas y servicios adicionales en los complejos.

Considerando todos los aspectos mencionados, la empresa registró pérdida operativa en 2021, de USD 3,6 millones. Sin embargo, para diciembre de 2022, esta tendencia se invirtió y la utilidad operativa alcanzó los USD 141 mil. Este desempeño positivo se mantuvo hasta diciembre de 2023, con beneficios operativos por un total de USD 2,28 millones. A junio 2024, MULTICINES S.A. reportó pérdida operativa por USD 1,57 millones debido a los mayores gastos administrativos mencionados en el párrafo anterior.

Los activos de la compañía han mantenido un comportamiento creciente al pasar de USD 51,01 millones en 2021 a USD 87,86 millones al cierre de 2023. Para junio 2024, las principales cuentas del activo fueron: propiedad, planta y equipo neto representaron un 43,32% del activo total seguido de las inversiones en subsidiarias (incluyendo Cinemark y Cinext) por 26,12%, derechos de uso con un 20,66%, y la diferencia en otros activos. Para junio 2024, el activo total contabilizó USD 97,94 millones reportando un crecimiento de 11,48% con respecto al cierre de 2023.

El manejo financiero incluye una política de pagos a proveedores y negociaciones para ampliar plazos. Aunque la deuda ha aumentado, los niveles de apalancamiento se mantienen en un rango manejable. La compañía ha diversificado sus fuentes de financiamiento, incluyendo emisiones de obligaciones y deuda bancaria.

La adopción de la NIIF 16 ha impactado positivamente en la contabilidad de la empresa, reflejando activos por derecho de uso de locales concesionados por USD 20,23 millones en junio de 2024.

La adquisición de Cinemark y Cinext ha fortalecido la posición de MULTICINES S.A. en el mercado de salas de cine en Ecuador, evidenciándose en el incremento del patrimonio total en un 31,06% a diciembre 2023, y alcanzando USD 27,67 millones en junio de 2024. Este aumento históricamente se ha apoyado en aportes de capital social y aportes para futuras capitalizaciones.

El análisis financiero revela que MULTICINES S.A. ha implementado medidas estratégicas para superar desafíos anteriores, logrando una sólida recuperación y un crecimiento sustancial. La expansión de activos, la mejora en la eficiencia operativa y la gestión prudente de pasivos respaldan la posición de la empresa en la industria del entretenimiento en Ecuador, consolidando su perspectiva positiva para el futuro.

RESULTADOS E INDICADORES	2021	2022	2023	JUNIO 2023	JUNIO 2024
	REAL	INTERANUAL			
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	13.443	21.753	30.405	16.386	15.436
Utilidad operativa (miles USD)	(3.586)	141	2.282	1.622	(1.567)
Utilidad neta (miles USD)	(3.979)	(1.208)	403	686	(4.133)
EBITDA (miles USD)	-585	3.416	5.756	3.411	1.351
Deuda neta (miles USD)	6.634	7.605	32.178	10.015	30.272
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	811	968	8.358	(1.544)	(2.079)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	(655)	104	(2.366)	(1.033)	(7.051)

RESULTADOS E INDICADORES	2021	2022	2023	JUNIO 2023	JUNIO 2024
	REAL			INTERANUAL	
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	888	3.690	5.112	1.336	4.737
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,00	0,93	1,13	2,55	0,00
Capital de trabajo (miles USD)	(1.291)	(3.916)	(3.474)	4.776	(16.245)
ROE	-15,54%	-4,98%	1,27%	5,50%	-29,87%
Apalancamiento	0,99	1,12	1,76	1,33	2,54

Fuente: Estados Financieros auditados 2021 – 2023 y Estados Financieros Internos junio 2023 y junio 2024.

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. ha elaborado un análisis exhaustivo de MULTICINES S.A., basándose en premisas que consideran tanto los resultados reales de la compañía como el comportamiento histórico de los índices financieros clave. Estas proyecciones se han desarrollado en un escenario conservador, tomando en cuenta las estrategias y estimaciones delineadas por la administración de MULTICINES S.A.

Es imperativo tener presente que estas proyecciones están fundamentadas en supuestos que están sujetos a condiciones cambiantes del mercado y a posibles modificaciones en el marco legal, económico, político y financiero, tanto a nivel local como internacional. Se estima que tales cambios podrían generar fluctuaciones significativas en las variables proyectadas y, por ende, en las conclusiones derivadas del análisis.

Para realizar proyecciones de MULTICINES S.A., se considera la estrategia de expansión de la empresa, que hasta junio de 2024 incluye la finalización de varios proyectos que sumaban USD 7,21 millones a diciembre 2023. Además, cuentan con los complejos Cinemark y Cinext adquiridos en 2023, que están reflejadas en las inversiones en subsidiarias dado que el proceso de fusión suele tomar aproximadamente 1 año.

Se proyecta un aumento de 25% en los ingresos de Multicines para el año 2024, lo que elevaría las ventas totales a USD 38,01 millones. Se espera que los costos de ventas se mantengan en 75% durante 2024, porcentaje observado hasta diciembre 2023. Esto resultaría en un margen bruto de 25%, mientras que los gastos operacionales representarían 22,51% de las ventas en 2024.

Como resultados de la consolidación de adquisición de las compañías antes mencionadas se proyecta que las ventas incrementen 13% en 2025 y 6% en 2026, con un costo de ventas de 73% y 72% respectivamente. Los ingresos no operacionales estarían limitados a los ingresos derivados de la NIIF 16. Además, se espera que los gastos operacionales se mantengan alrededor de 22% de las ventas. Este escenario refleja la consolidación y expansión de Multicines como resultado de la fusión y la apertura de nuevos complejos.

Los valores proyectados del EBITDA a partir del año 2024 proporcionarían un margen de seguridad considerable al cubrir ampliamente los gastos financieros, con una cobertura estimada de 2,07 veces promedio para el periodo proyectado. Esto permitiría pagar la deuda con costo en un plazo de aproximadamente 5,02 años.

Se anticipa que los días de cartera se mantendrán en 10 días, en comparación con la proyección de 110 días de días de pago en 2024 y 100 en 2025-2026. Esta alineación es beneficiosa para los flujos de efectivo de la empresa. La proyección analiza en su conjunto el valor del inventario, que incrementará sus días a 12 para todo el periodo proyectado.

Debido al proceso de expansión, la empresa adquirió deuda de entidades financieras, principalmente de largo plazo. Para el año 2024, se proyecta que la deuda con entidades financieras se mantenga en un valor de USD 33,67 millones. Por su parte, la deuda en el Mercado de Valores se estima contabilice alrededor de USD 8,71 millones, resultado del pago de la Primera y Segunda Emisión de Obligaciones disminuyendo paulatinamente por la consecuente amortización.

El nivel de apalancamiento se mantendría en un promedio de alrededor de 2,38, valor por debajo al apalancamiento registrado hasta junio de 2024 (2,54), aunque superior al promedio histórico (1,29). Sin embargo, es importante destacar que este incremento en el apalancamiento está respaldado por las proyecciones de aumento en los ingresos y la capacidad de la empresa para generar flujos de efectivo suficientes para hacer frente a sus obligaciones financieras. La estrategia de expansión y la consolidación de las operaciones de Cinemark y Cinext, junto con la eficiencia en la gestión, son factores que respaldan esta proyección.

## FACTORES DE RIESGO

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Un rebrote inflacionario a nivel nacional y mundial y medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de liquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que es beneficioso para todas las empresas.
- La economía ecuatoriana es vulnerable a ciclos económicos pronunciados que producen fluctuaciones de precios no controlables de *commodities* duros y blandos. Entre ellos, el precio del petróleo volátil, por su propia naturaleza, constituye el principal elemento que influye en el devenir económico. Para mitigar este riesgo, el Estado y el sector privado deben diversificar sus fuentes de ingresos, reduciendo así la dependencia de *commodities* y desarrollando sectores más resilientes y sostenibles.
- La inestabilidad política afecta a la economía en general, fundamentalmente a la inversión extranjera directa, el establecimiento de nuevas empresas y al costo del financiamiento externo debido a incrementos en el riesgo país. La inseguridad jurídica es otro elemento que conspira en contra de la seguridad que todo inversionista busca. La mitigación de este riesgo pasa por políticas del Estado que fomenten la estabilidad política y que generen un marco legal claro a mediano y largo plazo, creando un entorno propicio para nuevas inversiones extranjeras o locales.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador producidos por egresos sin el financiamiento requerido obligan a un incremento de la deuda pública, tanto externa como interna. Tal como se mencionó, el riesgo país hace muy oneroso el financiamiento externo y el financiamiento interno tiene un límite dado por la disponibilidad de recursos líquidos en el mercado. El riesgo se debería mitigar a través de presupuestos debidamente financiados y la implementación de políticas fiscales tendientes a asegurar un cuidadoso control de los egresos públicos.
- La crisis de seguridad tiene impactos significativos en el país, especialmente en la economía por la ralentización de las actividades productivas, afectando la inversión, el turismo, la confianza empresarial, el empleo y la infraestructura. Las empresas y los individuos pueden incurrir en costos adicionales para protegerse contra la inseguridad, como la contratación de servicios de seguridad privada, la instalación de sistemas de seguridad avanzados y la implementación de medidas de protección, los que pueden afectar la rentabilidad de las empresas y reducir el poder adquisitivo de los consumidores. Las medidas gubernamentales tendientes a asegurar la seguridad interna son factores que tienden a mitigar el riesgo producido por esta situación.

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos específicos previsibles en el futuro en el sector en el que se desempeña el emisor o en sectores relacionados, los siguientes:

- Los eventos de entretenimiento, especialmente aquellos que involucran grandes multitudes, están expuestos a riesgos de seguridad, como accidentes, incendios, robos o actos de violencia que pueden comprometer a las empresas. MULTICINES S.A. implementa estrategias de mitigación de riesgos que incluyen medidas de seguridad, planes de evacuación y políticas específicas destinadas a garantizar la seguridad tanto de sus clientes como de su personal. Estas medidas son fundamentales para prevenir y responder a situaciones de emergencia y garantizar la integridad de todas las personas involucradas en los eventos de entretenimiento.
- Los bienes de consumo no prioritarios, como el entretenimiento, tienden a experimentar una disminución en la demanda durante períodos económicos difíciles, lo que puede resultar en una reducción de los ingresos para las empresas en este sector. Esta variabilidad en la demanda está influenciada por la disponibilidad de ingresos discrecionales de los consumidores, que a menudo se ven afectados por las condiciones económicas generales. La empresa explora estrategias de diversificación de oferta e implementa promociones y estrategias efectivas para atraer a los clientes, incluso en períodos de dificultades económicas.

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica que existen riesgos previsibles de los activos que respalda la emisión y su capacidad para ser liquidados. Los activos que respaldan la presente Emisión son la

propiedad, planta y equipo que pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones de mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga a través de pólizas de seguros que la compañía mantiene con Novaecuador S.A. Agencia Asesora Productora de Seguros sobre los activos, que le permiten transferir el riesgo de pérdidas económicas causadas por este tipo de eventos.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene MULTICINES S.A. se registran cuentas por cobrar compañías relacionadas por USD 198 mil. Al respecto:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 0,20% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones no es representativo. Si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, podría existir un efecto negativo en los flujos de la empresa. Sin embargo, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

## INSTRUMENTO

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASE	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	A	3.000.000	1.800	7,50%	Trimestral	
	B	2.500.000	1.800	7,50%	Semestral	
	C	2.000.000	1.620	7,25%	Trimestral	
	D	2.000.000	1.620	7,25%	Semestral	
	E	1.000.000	1.440	7,25%	Trimestral	Trimestral
Saldo en circulación (junio 2024)	USD 2.268.756					
Garantía general	Conforme lo dispuesto en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.					
Garantía específica	N/A					
Destino de los recursos	100% para inversión en activos fijos consistentes en infraestructura, instalaciones, mobiliario y adquisición de equipos.					
Valor nominal	El valor nominal mínimo de cada obligación, para todas las clases, será de mil dólares de los Estados Unidos de América (USD 1.000,00).					
Base de cálculos de intereses	30/360					
Sistema de colocación	Bursátil					
Rescates anticipados	No se contempla redención, rescates anticipados, ni sorteos de los valores.					
Underwriting	No existe contrato de <i>underwriting</i> .					
Estructurador financiero	PICAVAL Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	PICAVAL Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador DCV-BCE					
Representante de obligacionistas	Corporación Juan Isaac Lovato Vargas Cía. Ltda.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>■ Mantener, durante la vigencia de la Emisión, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.</li> </ul>					
	Generar flujo de caja en niveles suficientes para honrar las obligaciones con inversionistas					
	Mantener como límite de endeudamiento, una relación de deuda con costo sobre patrimonio no mayor a dos (2) veces, en todo momento mientras esté vigente la emisión. Para el cálculo de deuda con costo se considerará las cuentas de pasivo de corto y largo plazo					
Límite de endeudamiento						

## PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

referentes a créditos bancarios y emisiones a través del mercado de valores. La periodicidad de cálculo de este indicador será semestral, con balances cortados a junio y diciembre de cada año.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública.

El resumen precedente es un extracto del informe de la Primera Emisión de Obligaciones de MULTICINES S.A. realizado con base a la información entregada por la empresa y de la información pública disponible.

Atentamente,



**Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc**

Presidente Ejecutivo