Equilibrium

EQPA19/135

Panamá, 31 de mayo de 2019.

Señores
Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
Ciudad de Panamá

Atención: Licda. Olga Cantillo
Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General

Estimados Señores:

Por este medio, hacemos de su conocimiento que, Equilibrium hace público el informe de fecha 6/02/2019 de **Cochez y Compañía, S.A.** a solicitud del Emisor. En dicho informe, Equilibrium ratifica la categoría BBB-.pa a las Series E y F de Bonos Corporativos Rotativos, así como la calificación BB-.pa a la Serie D de Bonos Subordinados No Acumulativos, todas contempladas dentro de un Programa de Bonos Corporativos de hasta US$70.0 millones. Asimismo, ratifica la categoría de EQL 2-.pa a la Serie I de Valores Comerciales Negociables contemplada dentro de un Programa Rotativo de hasta US$5.0 millones. La perspectiva es Estable.

Equilibrium ha Calificado los Bonos Corporativos Rotativos y los Bonos Subordinados No Acumulativos de Cochez y Compañía, S.A. de manera privada a partir del 13 de junio del 2018 (Informe con cifras auditadas al 31 de diciembre de 2017).

A su vez, se adjunta el informe de calificación de riesgo con los fundamentos del rating, disponible también en nuestra página web: www.equilibrium.com.pa.

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (hasta por US$5.0 millones) Serie I	EQL2-.pa	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados.
Programa de Bonos Corporativos (hasta por US$70.0 millones) Series E y F de Bonos Corporativos	BBB-.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Programa de Bonos Corporativos (hasta por US$70.0 millones) Serie D de Bonos Subordinados	BB-.pa	Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados, pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimientos.
Perspectiva	*Estable*	

La extensión ".pa" indica que está referida a una calificación local (Panamá); es decir, comparable con otras entidades panameñas. Por su parte, los signos "+" y "–" se emplean para expresar menor o mayor riesgo relativo dentro de una misma categoría. La perspectiva indica el escenario más probable de la calificación a futuro.

Atentamente,

Ana Lorena Carrizo
Jefa de Análisis de Riesgo

Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Edificio Frontenac, Oficina 5-A
Bella Vista - Panamá
Tel: (507) 214.3790 (507) 214.7931
E-mail: equilibrium@equilibrium.com.pa

Bolsa de Valores de Panamá
Recibido por: _____
Fecha: 31 Mayo 2019
Hora: 12:04 pm

Equilibrium
Calificadora de Riesgo S.A.

COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación
Sesión de Comité: 6 de febrero de 2019

Contacto:
(507) 214 3790

Cecilia González
Analista
cgonzalez@equilibrium.com.pa

Ana Lorena Carrizo
Jefe de Análisis de Riesgo
acarrizo@equilibrium.com.pa

Instrumento	Calificación (*)
Bonos Corporativos	BBB-.pa
Bonos Subordinados	BB-.pa
Valores Comerciales Negociables	EQL 2-.pa
Perspectiva	***Estable***

(*) Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones y de los instrumentos calificados ver Anexos I y II en la última sección del informe.

La calificación 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 calificación 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 calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe puede consultarse en la página web de la empresa (http://www.equilibrium.com.pa), en donde también encontrarán otros documentos como código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016 y 2017 de Cochez y Compañía, S.A. y cifras no auditadas al 30 de septiembre de 2017 y 2018. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 31/07/2017.

Fundamento: Tras la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió mantener la categoría BBB-.pa a las Series E y F de Bonos Corporativos Rotativos, así como la categoría BB-.pa a la Serie D de Bonos Subordinados no Acumulativos, contempladas dentro del Programa de Bonos Corporativos de hasta US$70.0 millones de Cochez y Compañía S.A. (en adelante, Cochez o la Compañía). Asimismo, decidió ratificar la categoría de EQL 2-.pa a la Serie I de Valores Comerciales Negociables (VCNs) contemplada dentro del Programa Rotativo de hasta US$5.0 millones. La perspectiva se mantiene Estable.
La decisión se sustenta en el soporte implícito que le brindan los Grupos Económicos a los cuales pertenece la Compañía, lo cual le permite a su vez acceder a una serie de sinergias operativas. En ese sentido, pondera de manera positiva la trayectoria operativa de la Compañía a lo largo de los últimos ejercicios, lo cual le permite competir en diversos segmentos dentro de la industria de venta de materiales de ferretería y construcción, lo cual se complementa con una cartera medianamente diversificada por cliente.
Aporta igualmente de manera positiva la adecuada cobertura que el EBITDA le brinda al Servicio de Deuda (Gastos Financieros + Porción Corriente de la Deuda de Largo Plazo) de la Compañía, considerando que la mayoría de las obligaciones financieras son a largo plazo con vencimientos *bullet* a mediano y largo plazo, lo cual conlleva a su vez, un riesgo de refinanciamiento.
La calificación asignada a la Serie de VCNs, considera igualmente la evolución del Flujo de Caja Operativo a lo largo de los últimos ejercicios, el mismo que si bien muestra cierta volatilidad también permite una cobertura del Servicio de Deuda adecuada, a lo cual se suma la evolución favorable de los indicadores de liquidez y la disponibilidad de líneas de crédito aprobadas (más no garantizadas) por parte del sistema financiero.
Por su parte, se pondera un mayor riesgo a la Serie D de Bonos Subordinados respecto a las Series de Bonos Corporativos calificadas por Equilibrium, producto del grado de subordinación a los demás pasivos de la Compañía que presenta esta Serie. Es de señalar, que a pesar que los Bonos Subordinados fueron adquiridos por los mismos accionistas de la Compañía, el plazo de los mismos (99 años) contraviene con lo establecido en el Artículo 292 de la Constitución Política de Panamá, la misma que establece un límite de 20 años a la emisión de obligaciones bajo la Ley Panameña, lo que podría conllevar que eventualmente un tercero tenedor de dicho instrumento pueda solicitar la redención anticipada al año 20.
No obstante lo anterior, restringe a la Compañía poder contar con una mayor calificación, la elevada palanca contable que registra (Pasivo / Patrimonio), situación que

recoge la baja participación como fuente de fondeo del patrimonio de Cochez y Compañía, debido a que el patrimonio de la Compañía se encuentra conformado principalmente por utilidades no distribuidas, no contando igualmente con una política de reparto de dividendos establecida.

Limita igualmente a la Compañía, la elevada palanca financiera (Deuda Financiera Total / EBITDA) que presenta el Emisor, la cual incrementa en el periodo evaluado, producto de una menor generación de EBITDA, la cual recoge la desaceleración económica en Panamá producto del menor crecimiento de diversos sectores, lo cual se plasma en una variación negativa en los indicadores de *Same Store Sale* de la Compañía durante el 2017 y en lo que va del ejercicio 2018.

Otro factor que restringe es la carencia de políticas establecidas de Buen Gobierno Corporativo dentro de la Compañía.

Finalmente, Equilibrium realizara seguimiento a la evolución de los principales indicadores financieros del Emisor, a sus proyecciones, comunicando oportunamente cualquier evento que pueda impactar en la categoría de riesgo asignada.

Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento en la Calificación:

- Disminución progresiva de la palanca financiera del Emisor.
- Mejora sostenible en la generación del Emisor que posibilite incrementar las coberturas que proporcionan el Flujo de Caja Operativo y el EBITDA sobre el servicio de la deuda, así como reducción de la palanca financiera.
- Establecimiento de Políticas de Buen Gobierno Corporativo dentro de la Compañía.
- Incorporación de resguardos financieros y/o mejoradores a las Series de Bonos y Valores Comerciales Negociables calificadas.
- Cambio en el cronograma de pago de las distintas Series de Bonos calificadas que incorpore amortizaciones periódicas y así evitar el riesgo de refinanciación.

Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución en la Calificación:

- Deterioro en la cobertura del Servicio de Deuda con el Flujo de Caja Operativo, ubicándose por debajo de 100%.
- Aumento pronunciado de la palanca contable respecto a lo exhibido al corte de análisis producto del reparto de dividendos, incumpliendo a su vez con lo señalado en las proyecciones.
- Redención anticipada de la Serie de Bonos Subordinados que impacte de forma negativa en la liquidez de la Compañía.
- Deterioro pronunciado en sus indicadores de liquidez, aunado a un alto porcentaje de utilización de líneas de crédito con el sistema financiero.
- Deterioro pronunciado en las Cuentas por Cobrar a Clientes que no cuenten con provisión.
- Desaceleración de la economía panameña que afecte el crecimiento del sector construcción, impactando de manera negativa en la generación de la Compañía.
- Incremento en las cuentas por cobrar a relacionadas para financiar CAPEX y/o capital de trabajo a otras empresas del Grupo, afectando la liquidez de la Compañía.
- Subordinación de las Series de Bonos Corporativos y/o VCNs producto de la toma de nueva deuda financiera que incluya activos en garantía o fideicomiso de flujos no contemplados a la fecha en los instrumentos calificados.

Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Desarrollos Recientes y Hechos de Importancia

Cochez y Compañía, S.A. se constituyó en 1965, bajo las leyes de la República de Panamá. La Compañía obtiene sus ingresos por la venta al por menor de materiales para la construcción y ferretería en general. Al 30 de septiembre de 2018, cuenta con 21 puntos de venta y su Casa Matriz. Al mismo tiempo, cuenta con un centro de acopio y distribución de mercancías.

La Compañía enfoca sus operaciones en diversos rubros de negocios, entre ellos el de Obra Gris (distintos tipos de cemento y concreto), Revestimientos y Piedras Naturales (mármol, granito, piedras coralinas), Cielo Raso (cielo raso suspendido, láminas de fibra de vidrio, entre otros), Electricidad (dispositivos eléctricos, iluminación decorativa e industrial, conductores, paneles, breakers), Ferretería (mantiene en inventario más de 2,000 herramientas manuales diseñadas para golpe, corte y torsión), Maderas (maderas sólidas, tableros de MDF, tableros aglomerados, plywoods), Grifería y Ambientes de Baños. Adicional, ofrece artículos de seguridad en construcción, y herramientas para el trabajo casero o industrial.

Grupo Económico

Cochez y Compañía, S.A pertenece a familias panameñas de empresarios con experiencia en el negocio de ventas y distribución, los cuales han estado involucrados en la gestión de la Empresa desde sus inicios. Los accionistas de la Compañía también poseen otras empresas dedicadas a la fabricación de materiales de construcción, venta al por menor y al por mayor de ferretería, materiales de construcción, hogar. En línea con lo anterior, es de señalar que en el 2004 el Grupo adquiere el 100% de las operaciones de Geo F. Novey Inc. y sus tres sucursales: Calidonia, El Dorado y Costa del Este. Esta empresa está dedicada a la venta de productos de construcción, para la industria, agricultura, hogar, electrométricos y, además, posee una tienda especializada en acabados llamada Kohler Signature Store by Cochez, la misma que inició operaciones en el 2017. Al 30 de septiembre de 2018, Geo F. Novey, Inc. cuenta con 23 tiendas a nivel nacional.
Otras empresas relacionadas a Cochez & Cía. son el Grupo Industrial Canal (GIC), empresa panameña fundada en el año 2008 dedicada a la manufactura de prefabricados de concreto y acero, y CM Realty, sociedad de inversión inmobiliaria, cuya principal actividad es el alquiler de locales comerciales, principalmente a las compañías relacionadas Geo F Novey, Inc. y Cochez, S.A.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de Cochez y Compañía, S.A. se presentan en el Anexo III del presente informe.

ANÁLISIS FINANCIERO DE COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

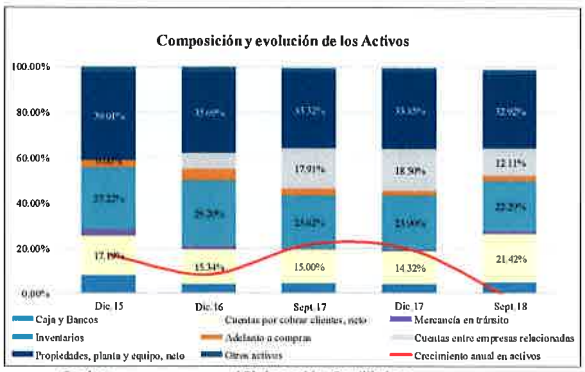
Activos y Liquidez

Los activos de Cochez y compañía totalizan US$117.3 millones al 30 de septiembre de 2018, presentando una disminución de 2.18% respecto a lo registrado al mismo periodo de 2017, producto del pago parcial de US$7.3 millones recibido de Geo F Novey Inc. como abono al préstamo a largo plazo concedido por el Emisor. para la apertura de tiendas. Por tal motivo, los activos no corrientes disminuyen su participación en el balance a 46.79% (52.92% a septiembre 2107). El componente más importante de los activos no corrientes continúa siendo las mejoras a la propiedad arrendada, equipos rodantes y mobiliarios, los cuales representan 32.92% del total de activos y disminuyen en 3.34% al corte de análisis producto de la depreciación,

En cuanto a las partidas corrientes, las mismas representan el 53.21% del total de activos, tomando una mayor participación dentro de la estructura del balance al 30 de septiembre 2018, luego de la disminución en el préstamo por cobrar a Geo F Novey, y del incremento de 39.63% en las cuentas por cobrar a clientes, producto de atrasos en pagos.

En línea con lo mencionado, las Cuentas por Cobrar a Clientes, a septiembre de 2018, presentan un incremento en las cuentas por cobrar vencidas, no deterioradas, que pasan de US$4.5 millones a US$5.3 millones entre ejercicios, de las cuales el 54.72% mantiene una antigüedad mayor a 90 días. Adicionalmente, al 30 de septiembre de 2018, la Compañía mantienen provisiones para cuentas de dudoso cobro por US$1.3 millones, las mismas que retroceden respecto a las provisiones de US$1.6 millones registradas a septiembre de 2017.

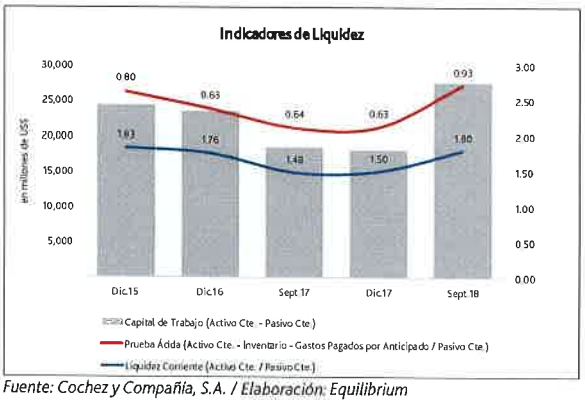
Según se observa en la siguiente gráfica, los principales componentes del activo corriente corresponden a Inventarios, Cuentas por Cobrar a Clientes y a la partida Caja y Bancos, con participaciones sobre el total de activos de 22.9%, 21.42% y 4.87%, respectivamente (29.20%, 15.34% y 4.12% al cierre de 2016).



Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Equilibrium

En cuanto a los indicadores de liquidez de la Compañía, los mismos muestran una mejora significativa durante los últimos 12 meses. Según se observa en la siguiente gráfica, la liquidez corriente aumenta de 1.48 a 1.80 veces, producto del efecto combinado del incremento en cuentas por cobrar mencionado anteriormente y la cancelación de un préstamo bancario de US$3.0 millones que mantenía la Compañía. Asimismo, la prueba ácida y el capital de trabajo de la Empresa siguen la misma tendencia y mejoran a 0.93 (0.64) y US$27.7 millones (US$18.4 millones), entre ejercicios, respectivamente. La evolución de los indicadores de liquidez

se presenta en el gráfico siguiente:



Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Equilibrium

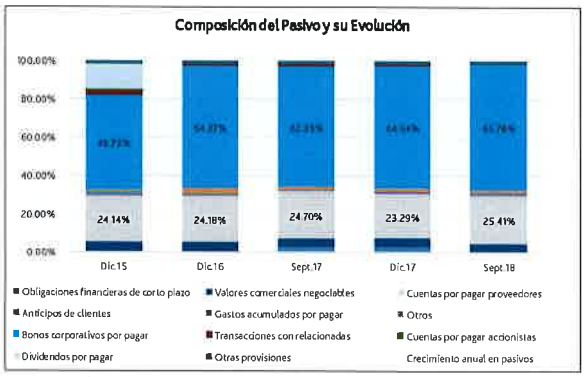
A lo largo de los periodos analizados, se observa que el ciclo de conversión de efectivo se mantiene constante entre 35 y 36 días. Al 30 de septiembre de 2018, el ciclo de conversión de efectivo aumenta de 29 a 34 días como resultado de extensiones en las rotaciones de cuentas por cobrar (+ 9 días) e inventario (+ 3 días), las cuales fueron parcialmente mitigadas por una dilatación en el pago promedio de las cuentas por pagar (+ 6 días).

Como mitigante al riesgo de liquidez, la Compañía mantiene diversas líneas bancarias compartidas con otras empresas relacionadas del mismo Grupo Económico por US$74.6 millones, las cuales podrían utilizarse para cubrir requerimientos de liquidez a corto plazo.

Estructura Financiera y Solvencia

Al 30 de septiembre de 2018, los pasivos de Cochez disminuyeron 4.49% como resultado de las cancelaciones, tanto de la obligación financiera a corto plazo que mantenía la Compañía, como de transacciones que mantenía con relacionadas

A la fecha de corte, los pasivos corrientes representan 32.66% del total de pasivos, mientras que los no corrientes contribuyen con el 67.34% restante. El principal pasivo de la Compañía lo constituyen los Bonos Corporativos (65.78%), seguido de las cuentas por pagar a proveedores (25.41%) y los Valores Comerciales Negociables (VCNs) emitidos (4.70%). A continuación, se muestra la evolución de las principales partidas del pasivo de Cochez y Compañía, S.A:



Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Equilibrium

En línea con lo señalado previamente, el endeudamiento financiero se ubicó en US$75.0 millones (US$78.0 millones a septiembre 2017), disminución que se sustenta por la cancelación a su vencimiento de un financiamiento bancario a corto plazo (180 días) otorgado por Banistmo.

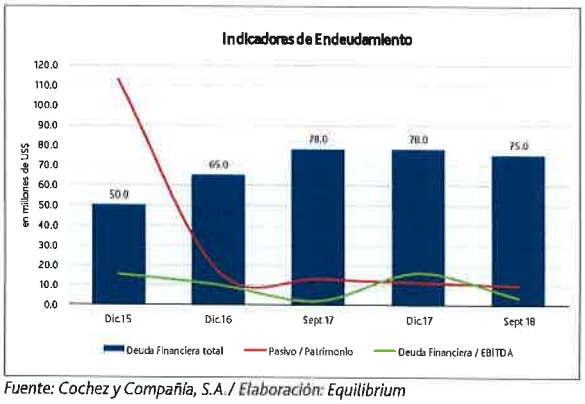
Cochez mantiene dos Series de Bonos Corporativos Rotativos (E y F) por un total de US$20.0 millones y una Serie de Bonos Subordinados No Acumulativos (D) por US$50.0 millones, todos contemplados bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos de hasta US$70.0 millones. Es importante mencionar que todas las emisiones de Bonos Corporativos son *Bullet*, por tal motivo amortizan el 100% en la fecha de vencimiento (2023 y 2024). Asimismo, la Serie D de Bonos Subordinados redime en el año 2110 (colocación a 99 años) y mantiene la opción de redimir anticipadamente la misma a partir del año cinco, el cual se cumplió en noviembre de 2016.

Por otro lado, la Compañía mantiene un Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos de hasta US$5.0 millones, el mismo que, al corte de análisis, se encuentra colocado en su totalidad bajo la Serie H que redime el 14 de junio de 2019. Es relevante mencionar que, tanto los VCNs, como los Bonos Corporativos y Subordinados cuentan únicamente con el respaldo del patrimonio Emisor (garantía genérica). Asimismo, no cuentan con ningún tipo de resguardo financiero.

En relación al patrimonio neto de la Compañía, éste mantuvo la tendencia creciente exhibida a lo largo de los ejercicios evaluados, alcanzando US$10.94 millones (+28.12% interanual). El aumento indicado recoge la acumulación de utilidades no distribuidas, las mismas que entre ejercicios pasaron de US$4.5 millones a US$8.5 millones. Es importante mencionar la relevancia de los resultados acumulados de la Compañía sobre el patrimonio total (92.66%), situación que genera presión sobre los indicadores de solvencia del Emisor en vista que este último no mantiene una política de reparto de dividendos establecida.

Por lo anteriormente expuesto, la Compañía mantiene al 30 de septiembre de 2018 una elevada palanca contable al situarse la misma en 9.78 veces, la cual si bien disminuye respecto a la palanca de 13.12 veces registrada en septiembre de 2017, producto de la retención de utilidades, se mantiene en niveles altos. En tanto, el indicador de apalancamiento financiero (deuda financiera total respecto a EBITDA) pasa de 5.83 a 6.29 veces, producto de la menor generación de EBITDA.

En la gráfica a continuación, se muestran los niveles de endeudamiento de Cochez.:



Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Equilibrium

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

A pesar de mayores ingresos operativos y una disminución en los gastos administrativos, Cochez reportó, al cierre del tercer trimestre de 2018, una utilidad neta de US$1.5 millones, disminuyendo 50.90% respecto al mismo periodo del 2017. Este resultado se explica por el efecto combinado de una disminución en las ventas y mayores gastos financieros.

Los ingresos acumulados al 30 de septiembre de 2018 generados por la venta de las líneas de negocio de la Compañía disminuyeron 4.14%, totalizando US$163.8 millones (US$170.9 millones a septiembre 2017). Sobre este punto, es importante señalar que la actividad comercial del Emisor está directamente relacionada a la industria de la construcción a través de la venta de materiales, conllevando a que el crecimiento del negocio se encuentre directamente relacionado a indicadores del sector inmobiliario y construcción. Por tal motivo, dichos sectores son cíclicos y se encuentran sujetos a fluctuaciones en base al comportamiento de la actividad macroeconómica en Panamá. Lo anterior se recoge en el indicador Same Store Sales (SSS) de la Compañía (ventas considerando el mismo número de tiendas), el mismo que se ubica en terreno negativo a lo largo de los últimos tres ejercicios cerrados (-0.9%, -2.7% y -1.9% en indicadores SSS a lo largo de los ejercicios 2015, 2016 y 2017) y -4.96% a septiembre 2018.

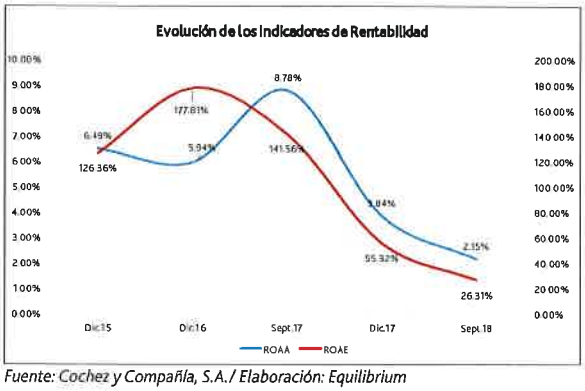
Por su parte, el costo de ventas disminuyó 3.50% hasta ubicarse en US$127.0 millones, situación que estuvo en línea con el crecimiento del precio en algunos de los productos brindados por la Compañía. En tanto, el margen bruto retrocedió de 22.96% a 22.44%.

Los gastos operativos descendieron 1.63% a US$34.6 millones (US$35.2 millones a septiembre 2017) debido a una reducción en honorarios profesionales y seguros. Por otro lado, Cochez registra de manera recurrente otros ingresos operativos, los mismos que ascienden a US$6.3 millones (+5.59%) al 30 de septiembre de 2018 y se encuentran relacionados a la naturaleza misma del negocio de la Compañía, como lo son los servicios brindados de manera complementaria a la venta, tales como cortes de madera, instalaciones y acarreos, al igual que el reembolso de gastos de publicidad por parte de sus proveedores.

Los gastos financieros aumentaron en 7.25% como consecuencia de un promedio mayor de deuda financiera mantenido durante los últimos 12 meses.

La disminución mencionada en las utilidades de la Cochez, trae como consecuencia un deterioro en los indicadores de rentabilidad. El margen neto de la Compañía disminuye a 0.95% (1.85% a septiembre de 2017), y el ROAE y ROAA a 26.31% y 2.15%, respectivamente (141.56% y 8.78% a septiembre 2017, respectivamente). Estos últimos indicadores se mantienen en niveles robustos.

En el siguiente gráfico se presenta la evolución de los indicadores de rentabilidad de la Compañía:

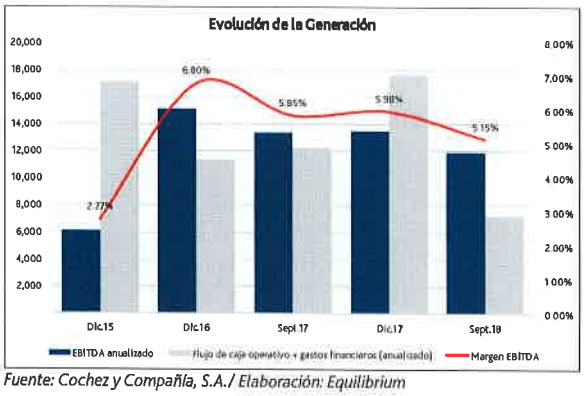


Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Equilibrium

Al 30 de septiembre de 2018, la generación anualizada de EBITDA se ubicó en US$11.9 millones, lo cual representa una disminución de 52.65% con respecto al EBITDA anualizado a septiembre de 2017; lo que consecuentemente tuvo en efecto en el margen que disminuye de 5.85% a 5.15% entre ejercicios. El EBITDA anualizado logra cubrir los gastos financieros y servicio de deuda en 1.89 veces (2.32 veces a septiembre 2017). Asimismo, de incorporar dentro del servicio de deuda el próximo vencimiento de la Serie I de VCNs por US$5.0 millones, el indicador se ajusta a 1.06 veces.

Respecto a la generación de flujo de caja operativo (FCO) anualizado, se registra una disminución interanual que pasa de US$7.8 millones a US$982.0 mil entre septiembre de 2017 y 2018. Asimismo, Equilibrium ajusta el flujo de caja operativo anualizado (FCO) devolviéndole los gastos financieros del período a fin de tomar el mismo para los indicadores de cobertura. El efecto anterior, permite situar al FCO a la fecha en un saldo de US$7.2 millones (US$12.2 millones a septiembre de 2017). Al 30 de septiembre 2018 el FCO anualizado logra cubrir los gastos financieros y servicio de deuda en 1.16 veces (0.64 veces de incorporar el próximo vencimiento de VCNs).

A continuación, se muestra la evolución del Flujo de Caja Operativo y del EBITDA a lo largo de los últimos ejercicios:



Fuente: Cochez y Compañía, S.A./ Elaboración: Equilibrium

COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
En Miles de Dólares

ACTIVOS	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
Caja y Bancos	7,496	4,074	5,336	5,103	5,715
Cuentas por cobrar clientes, neto	15,697	15,148	17,992	16,888	25,122
Cuentas por cobrar, empleados	122	80	73	76	74
Mercancía en tránsito	2,768	1,283	373	875	1,398
Inventario de mercancía	24,851	28,837	28,325	28,192	26,151
Gastos pagados por anticipado		0	0	0	0
Adelanto a compras	2,822	4,788	3,478	2,345	2,589
Impuesto S/R pagado por adelantado	0	0	707	522	824
Cuentas por cobrar otras	191	294	164	142	343
Gastos pagados por anticipado	0	0	0	0	197
Total Activo Corriente	**53,945**	**54,504**	**56,448**	**54,143**	**62,412**
Cuentas entre empresas relacionadas	0	7,150	21,480	21,817	14,200
Propiedades, planta y equipo, neto	35,613	35,247	39,955	39,918	38,621
Otros activos	1,732	1,858	2,026	2,060	2,066
Total Activo No Corriente	**37,345**	**44,256**	**63,461**	**63,796**	**54,887**
TOTAL ACTIVOS	91,290	98,760	119,909	117,939	117,299

PASIVOS	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
Obligaciones financieras de corto plazo	0	0	3,000	3,000	0
Valores comerciales negociables	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
Cuentas por pagar proveedores	21,841	22,535	27,522	25,254	27,042
Anticipos de clientes	737	538	741	862	438
Gastos acumulados por pagar	1,052	681	662	736	744
Otros	797	2,207	1,091	1,182	1,532
Total Pasivo Corriente	**29,428**	**30,961**	**38,016**	**36,034**	**34,756**
Bonos corporativos por pagar	45,000	60,000	70,000	70,000	70,000
Transacciones con relacionadas	2,260	670	1,740	785	0
Cuentas por pagar accionistas	750	0	0	0	0
Dividendos por pagar	11,542	0	0	0	0
Otras provisiones	1,510	1,578	1,664	1,637	1,665
Total Pasivo No Corriente	**61,063**	**62,248**	**73,404**	**72,422**	**71,665**
TOTAL PASIVO	90,490	93,209	111,419	108,456	106,422
Capital social	800	800	800	800	800
Resultados acumulados	-5,495	-895	4,524	4,524	8,523
Resultado del ejercicio	5,495	5,646	3,165	4,159	1,554
TOTAL PATRIMONIO NETO	800	5,551	8,490	9,483	10,877
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	91,290	98,760	119,909	117,939	117,299

COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.
ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES
En Miles de Dólares

	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
Ventas netas	220,500	223,003	170,874	225,628	163,801
Costo de ventas	-172,427	-171,296	-131,645	-173,420	-127,044
RESULTADO BRUTO	**48,073**	**51,707**	**39,229**	**52,208**	**36,757**
Gastos de Administración	-44,413	-45,095	-35,174	-47,324	-34,602
Gastos para cuentas malas	-398	-128	0	-14	0
Depreciación y amortización	-3,336	-3,949	-3,102	-4,228	-3,265
Otros ingresos operativos	2,847	8,678	5,945	8,612	6,277
RESULTADO OPERATIVO	**2,773**	**11,214**	**6,898**	**9,255**	**5,167**
Gastos Financieros	-4,345	-5,426	-4,389	-5,974	-4,707
Intereses ganados	53	61	53	72	106
Recuperación de cuentas malas	1	23	0	0	0
Otros Ingresos no operativos	8,827	1,662	1,153	2,170	1,248
Ganancia en venta - activo fijo	3	-2	.016	0	0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	**7,312**	**7,532**	**3,715**	**5,522**	**1,814**
Impuesto a las ganancias	-1,817	-1,886	-550	-1,364	-260
RESULTADO NETO	5,495	5,646	3,165	4,159	1,554

COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
SOLVENCIA					
Pasivo / Patrimonio	113.11	16.79	13.12	11.44	9.78
Deuda Financiera / Pasivo	0.55	0.70	0.70	0.72	0.70
Deuda Financiera / Patrimonio	62.50	11.71	9.19	8.23	6.90
Pasivo / Activo	0.99	0.94	0.93	0.92	0.91
Pasivo Corriente / Pasivo total	0.33	0.33	0.34	0.33	0.33
Pasivo No Corriente / Pasivo total	0.67	0.67	0.66	0.67	0.67
Deuda Financiera / EBITDA	8.10	4.29	5.03	5.79	6.29
LIQUIDEZ					
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	1.83	1.76	1.40	1.50	1.80
Prueba Ácida (Activo Cte. - Inventario - Gastos Pagados por Anticipado / Pasivo Cte.)	0.80	0.63	0.62	0.62	0.90
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)	0.25	0.13	0.14	0.14	0.16
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	24,518	23,543	18,433	18,109	27,656
GESTIÓN					
Gastos operativos / Ingresos	20.14%	20.22%	20.58%	20.97%	21.12%
Gastos financieros / Ingresos	1.97%	2.43%	2.57%	2.65%	2.87%
Días promedio de Cuentas por Cobrar	24	25	27	26	36
Días promedio de Cuentas por Pagar	41	46	53	50	59
Días promedio de Inventarios	52	56	55	59	58
Ciclo de conversión de efectivo	35	36	29	35	34
RENTABILIDAD					
Margen bruto	21.80%	23.19%	22.96%	23.14%	22.44%
Margen operativo	1.26%	5.03%	4.04%	4.10%	3.15%
Margen neto	2.49%	2.53%	1.85%	1.84%	0.95%
ROAA	6.49%	5.94%	3.33%	3.84%	2.15%
ROAE	126.36%	177.81%	53.70%	55.32%	26.31%
GENERACIÓN					
Flujo de caja operativo	12,768	7,213	9,501	11,683	-1,200
Flujo de caja operativo anualizado	12,768	7,213	7,777	11,683	982
EBITDA	6,109	15,163	10,000	13,483	8,432
EBITDA anualizado	6,109	15,163	13,386	13,483	11,915
Margen EBITDA	2.77%	6.80%	5.85%	5.98%	5.15%
COBERTURAS					
EBITDA / Gastos financieros*	1.41	2.79	2.32	2.26	1.89
EBITDA / Servicio de deuda*	1.41	2.79	2.32	1.50	1.09
EBITDA / Servicio de deuda incluyendo VCN's	0.65	1.45	1.24	1.23	1.06
FCO + Gastos financieros / Gastos financieros	3.94	2.08	2.12	2.96	1.16
FCO + Gastos financieros / Servicio de deuda	3.94	2.08	2.12	2.96	1.16
FCO + Gastos financieros / Servicio de deuda incluyendo VCN's	1.83	1.08	1.13	1.61	0.64

* Anualizados

ANEXO I
HISTORIA DE CALIFICACIÓN - COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior (31.12.17)*	Calificación Actual (30.09.18)	Definición de Categoría Actual
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (hasta por US$5.0 millones) Serie I	*(nueva)* EQL 2-.pa	EQL 2-.pa	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados
Programa de Bonos Corporativos (hasta por US$70.0 millones) Series E y F de Bonos Corporativos Rotativos por US$20 millones	*(nueva)* BBB-.pa	BBB-.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Programa de Bonos Corporativos (hasta por US$70.0 millones) Serie D de Bonos Subordinados No Acumulativos por US$50 millones	*(nueva)* BB-.pa	BB-.pa	Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados, pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimientos.

**Informe de carácter privado*

ANEXO II
DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS – COCHEZ Y COMPAÑÍA S.A.

Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables hasta por US$5.0 millones	
Serie	I
Monto Máximo por Emitir:	US$5.0 millones
Tasa de Interés	*4.00%*
Pago de Interés:	Los intereses se pagarán trimestralmente los días quince (15) de cada mes., hasta su vencimiento.
Pago de Capital:	Al vencimiento
Plazo	365 días
Fecha de Oferta:	21 de junio de 2018
Fecha de Vencimiento:	16 de junio de 2019
Redención anticipada:	El Emisor tendrá la opción de redimir anticipadamente todo o parte de los VCNs.
Respaldo:	No aplica. Esta oferta estará respaldada únicamente por el crédito general del Emisor.

Programa de Bonos Corporativos – hasta por US$70.0 millones, Series de Bonos Corporativos	
Serie (s)	E, F
Monto Máximo en Circulación:	US$20.0 millones
Plazo de las Series:	7 años
Fecha de Vencimiento:	14 de enero de 2023 y 21 de abril de 2024
Tasa de Interés:	8.00%
Fecha de Oferta:	12 de enero de 2016 y 19 de abril de 2017
Fecha de Emisión:	14 de enero de 2016 y 21 de abril de 2017
Pago de Intereses:	Trimestralmente en las siguientes fechas: 31 de marzo, 30 de junio, 30 de septiembre y 31 de diciembre de cada año. De no ser alguno de estos un día hábil, el pago se hará el primer día hábil siguiente.
Redención Anticipada:	A opción del Emisor y en cualquier serie podrán ser redimida total o parcialmente.
Respaldo:	No aplica. Esta oferta está respaldada únicamente por el crédito general del Emisor.

Programa de Bonos Corporativos – hasta por US$70.0 millones, Serie de Bonos Subordinados	
Serie (s)	D
Monto Máximo en Circulación:	US$50.0 millones
Plazo de la Serie:	99 años
Vencimiento:	15 de agosto de 2110
Tasa de Interés:	9.00%
Pago de Intereses:	Trimestralmente
Pago de Capital:	El capital de los Bonos Subordinados No Acumulativos (Serie D), se pagará al vencimiento de los respectivos plazos fijados.
Respaldo:	No aplica. Esta oferta está respaldada por el crédito general del Emisor y subordinada a los demás pasivos de la Compañía.

ANEXO III
ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL - COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

Accionistas al 30.09.2018

Accionistas	Participación
Fundación COMAR	34.0%
OFEMA, S.A.	8.50%
BLUSTONE, S.A.	8.50%
Conos Investment S.A.	6.34%
ANROS ENTERPRISES, S.A.	6.13%
FEBOX, S.A.	6.13%
INVERSIONES HENMOT, S. A	6.13%
SILVERLAKE INVESTMENTS, INC.	6.13%
Accionista con menos del 3, 2, 1%	18.14%

Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Equilibrium

Directorio al 30.09.2018

Nombre	Directorio
Raúl Cochez Martínez	Presidente
Raúl Cochez Maduro	Vicepresidente
Arturo Cochez Maduro	Tesorero
Carlos García de Paredes Motta	Secretario
Roberto Motta Stanziola	Director
Robbie García Noriega	Director
Roland Lohner	Director

Fuente: Cochez y Compañía, S.A / Elaboración: Equilibrium

Plana Gerencial al 30.09.2018

Nombre	Cargo
José Francisco Palacios	CEO
Nathalie Tesone Lasman	VP Marketing
Leticia Camero Ch	VP IT
Fernando Guardia Quijano	CFO
Sabas Coronado	Contralor
Isaac Reyes Castillo	VP Planificación y Desarrollo
Dianeth Enith Salazar González	VP Recursos Humanos
Raul F. Cochez Álvarez	VP Operaciones
Anthony Sturge	VP Compras
Roberto Pereira	VP Ventas Comerciales
Gabriel Marengo	VP Comercial

Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Equilibrium

© 2018 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ("EQUILIBRIUM") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS "PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada "TAL CUAL" sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIABILIDAD O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.