MOODY'S LOCAL | Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
11 de febrero de 2020

Actualización

CALIFICACIÓN*

Cochez y Compañía, S.A.

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	BBB-.pa
Bonos Subordinados	BB-.pa
Valores Comerciales Negociables	EQL 2-.pa

(*) La nomenclatura ".pa" refleja riesgos sólo comparables en Panamá *Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones asignadas, ver Anexo I.*

Ana Lorena Carrizo
VP – Senior Analyst / Manager
ana.carrizo@moodys.com

Cecilia González
Associate Analyst
cecilia.gonzalez@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Cochez y Compañía, S.A.

Resumen

Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. (en adelante, Moody's Local PA) decidió ratificar 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 al Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables (VCNs) hasta por US$5.0 millones.

La calificación de riesgo asignada se sustenta en el soporte implícito que le brinda el Grupo Económico al cual pertenece la Compañía, lo cual le permite a su vez acceder a una serie de sinergias operativas. Igualmente se toma en consideración la experiencia de más de 55 años de los accionistas y la trayectoria de la Junta Directiva y Plana Gerencial. Asimismo, pondera favorablemente la adecuada cobertura que le proporcionan el EBITDA 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. También se considera que, a pesar de la desaceleración económica del país, se observó una variación positiva en el indicador de Same Store Sales (SSS), lo cual se ve reflejado en el crecimiento de las ventas, dando como resultado una utilidad neta superior a la reportada en el mismo periodo del año 2018. La categoría asignada al Programa de VCNs considera la evolución favorable de los indicadores de liquidez y la disponibilidad de líneas de crédito aprobadas. En cuanto a la Serie D de Bonos Subordinados, se pondera un mayor riesgo con respecto a las Series de Bonos Corporativos calificados, producto del grado de subordinación que presenta esta serie respecto a los demás pasivos de la Compañía. Es de señalar, que a pesar de 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, a la fecha limita al Emisor de contar con una mayor calificación, la elevada palanca financiera (Deuda Financiera Total/ EBITDA) y palanca contable (Pasivo/Patrimonio) que mantiene, la cual a pesar de la tendencia decreciente observada en los últimos períodos como resultado de la retención del 100% de las utilidades del periodo, permanece en niveles elevados, situación que recoge la baja participación relativa del patrimonio como fuente de fondeo, considerando que el mismo se encuentra conformado principalmente por utilidades no distribuidas. Lo anterior adquiere mayor relevancia dado que la Compañía no cuenta con una política de dividendos establecida y que, de acuerdo con las proyecciones recibidas, a partir del año 2020 estarán iniciando con el pago de dividendos. Limita igualmente a la Compañía, la volatilidad del Flujo de Caja Operativo en los últimos ejercicios, el cual disminuye al corte evaluado, ajustando la cobertura que brinda a los gastos financieros y servicio de deuda a niveles inferiores a 1.0x. También se consideró, el riesgo de refinanciamiento existente, considerando que las obligaciones a largo plazo que mantiene Cochez son con pagos bullet al vencimiento. Sin embargo, cabe resaltar que la compañía relacionada IG es la tenedora de la totalidad de los Bonos emitidos por Cochez y Cia. S.A. Moody's Local PA continuará monitoreando el desempeño de las operaciones y la evolución de los principales indicadores financieros, comunicando oportunamente al mercado cualquier variación que pueda impactar la categoría de riesgo asignada.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

» 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.

» Disminución progresiva de la palanca financiera del Emisor.

» 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

» 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 en la cobertura del Servicio de Deuda con el Flujo de Caja Operativo, ubicándose por debajo de 100%.

» Desaceleración de la economía panameña que afecte el crecimiento del sector construcción, impactando de manera negativa en la generación 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.

» 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

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

» Ninguna.

Indicadores Clave

Tabla 1
COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

	Sep-19 LTM	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Activos (US$/Miles)	121,497	114,528	117,939	98,760	91,290
Ingresos (US$/Miles)	230,549	220,327	225,628	223,003	220,500
EBITDA (US$/Miles)	12,683	12,135	13,483	15,163	6,109
Deuda Financiera / EBITDA	5.91x	6.18x	5.79x	4.29x	8.18x
EBITDA / Gastos Financieros	2.01x	1.93x	2.26x	2.79x	1.41x
FCO / Servicio de la Deuda	0.78x	1.11x	2.96x	2.08x	3.94x

Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / *Elaboración: Moody's Local PA*

Generalidades

Perfil de la Compañía

Cochez & 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 2019, la Compañía cuenta con 21 tiendas Cochez, una tienda especializada en acabados llamada Kohler Signature Store by Cochez y 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 y más recientemente Línea Blanca (refrigeradoras, lavadoras, etc). Adicional, ofrece artículos de seguridad en construcción, y herramientas para el trabajo casero o industrial.

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. 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.

Desarrollos Recientes

Durante el 2019 se dio el cambio en la composición del Grupo Económico, en el cual se establece la sociedad CM Business Group como tenedora de acciones y se crean las divisiones Retail, Industrial, Financiera y Tesorería. Las compañías Cochez & Cía., S.A. y Geo F. Novey, Inc. pasan a ser parte de la división Retail de CM Business Group, mientras que GIC y su subsidiaria Prefabricados de Concreto y la nueva compañía CM Industrial, la cual ofrece servicios de doblaje de acero y manufactura de pasta gypsum y tanques plásticos, pasaron a formar parte de la división Industrial. Estas 3 compañías del grupo Industrial fueron posteriormente fusionadas por absorción en diciembre 2019. Bajo la división Financiera se crea la sociedad CM Financiera, con el propósito de financiar ventas a crédito de las compañías que componen la división Retail. La División Tesorería comprende las sociedades CM Portafolio e IG, las son tenedoras de las inversiones del grupo, incluyendo los bonos emitidos por Cochez & Cía.

A nivel de Junta Directiva hubo cambios: el Sr. Arturo Cochez Maduro pasó de Tesorero a Presidente de la Compañía y en su reemplazo se designa al Sr. Carlos García de Paredes como Tesorero. Igualmente, el Sr. Raúl Cochez Maduro pasó a ser Secretario de la Junta, en reemplazo del Sr. Carlos García de Paredes Motta, quien se mantiene como Director.

Análisis Financiero de Cochez y Compañía, S.A.

Activos y Liquidez

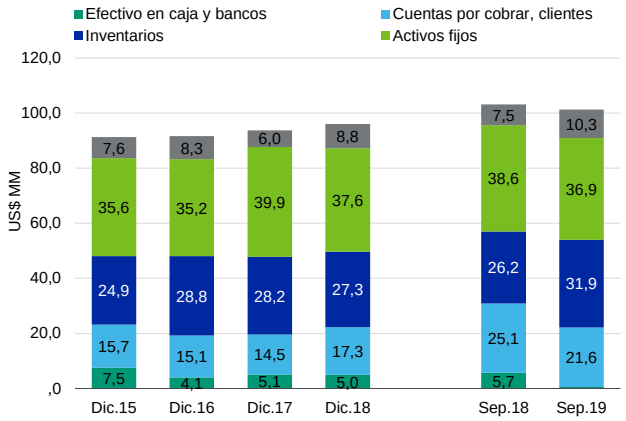
MEJORA EN INDICADORES DE LIQUIDEZ COMO RESULTADO DE UNA DISMINUCION EN LOS PASIVOS CORRIENTES.

Al 30 de septiembre de 2019, los activos de la Compañía aumentan 3.58% de manera interanual, como resultado de un incremento importante tanto en las cuentas por cobrar entre empresas relacionadas (+42.24%), como en los niveles de inventarios y adelantos realizados para compra de inventario, los cuales fueron parcialmente contrarrestados por disminuciones en cuentas por cobrar a clientes y en los niveles de efectivo. El aumento en cuentas por cobrar a empresas relacionadas obedece a financiamiento otorgado a CM Realty, con un saldo de US$4.6 millones cuyo objetivo es amortizar la deuda que mantienen con Banco General y a la reclasificación de saldos por cobrar a Geo F Novey por US$2.2 millones, los cuales mantenían como cuenta por cobrar clientes. El componente más importante de los activos continúa siendo las mejoras a la propiedad arrendada, equipos rodantes y mobiliarios, las cuales representan el 30.40% del total de activos, seguido de los inventarios y cuentas por cobrar.

En cuanto a la calidad de las Cuentas por Cobrar a Clientes, a septiembre de 2019, presentan un incremento en las cuentas por cobrar vencidas, no deterioradas, que pasan a US$8.2 millones de US$5.3 millones entre ejercicios, de las cuales el 68.21% mantiene una antigüedad mayor a 90 días. La Compañía mantiene provisiones para cuentas de dudoso cobro por US$1.8 millones, las mismas que incrementan respecto a las provisiones de US$1.3 millones registradas a septiembre de 2018 y cubren únicamente el 31.44% de las cuentas por cobrar mayores a 90 días.

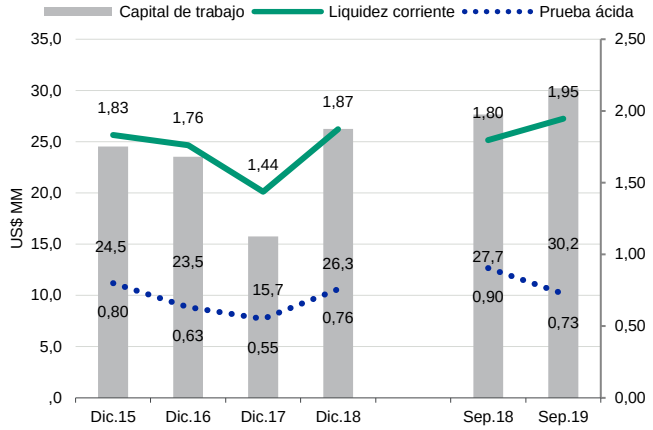
En cuanto a los indicadores de liquidez de la Compañía, los mismos muestran una mejora al 30 de septiembre de 2019. Según se observa en la gráfica 2, la liquidez corriente aumenta a 1.95 desde 1.80 veces, producto de la disminución en los pasivos corrientes, como consecuencia de una reducción en el saldo de las cuentas por pagar a proveedores (-9.86%). Lo anterior también benefició el capital de trabajo, el cual aumenta de US$27.7 a US$30.2 millones. La prueba acida, sin embargo, disminuye a 0.73 de 0.90 como consecuencia del aumento en los niveles de inventarios. En lo que respecta al ciclo de conversión de efectivo, el mismo aumenta de 34 a 45 días como consecuencia de una más rápida rotación de las cuentas por pagar.

Gráfico 1
Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: Cochez y Compañía, S.A / Elaboración: Moody´s Local PA

Gráfico 2
Indicadores de liquidez



Fuente: Cochez y Compañía, S.A./ Elaboración: Moody's Local PA

Estructura Financiera y Solvencia

MEJORAS EN PALANCA CONTABLE Y FINANCIERA, AUNQUE AUN SE MANTIENEN EN NIVELES ELEVADOS

Los pasivos del Emisor financian 87.97% de los activos, aumentando levemente 0.43% interanualmente. La reducción de las cuentas por pagar proveedores (-9.86%), fue contrarrestada con un aumento de US$3.3 millones en cuentas por pagar a relacionadas. Cabe resaltar que las cuentas por pagar a empresas relacionadas y a accionistas no tienen una fecha de repago establecida ni generan intereses.

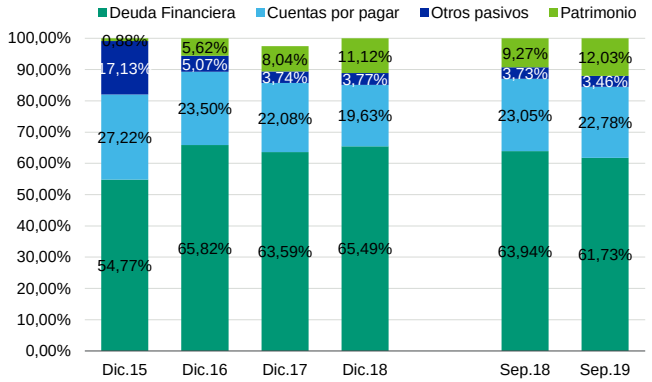
El principal pasivo de Cochez lo componen las emisiones de Bonos Corporativos, las cuales financian el 57.61% de los activos del Emisor. Cochez mantiene dos Series de Bonos Corporativos Rotativos (E y F) por un total de US$20.0 millones y una Serie de Bonos Subordinados No Acumulativos (D) por US$50.0 millones, todas 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)[1] y mantiene la opción de redimir anticipadamente a partir del año cinco, la 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 cual se encuentra actualmente colocado en su totalidad mediante la emisión de la Serie J en junio de 2019 con vencimiento el 10 de junio de 2020. 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.

El patrimonio neto de Cochez incrementa 34.41% como resultado de la retención de utilidades, las cuales representan el principal componente del capital (94.53%). Lo anterior genera presión en los indicadores de apalancamiento contable, considerando que el emisor no cuenta con una política de reparto de dividendos establecida. En ese sentido, es importante mencionar que, de acuerdo con las proyecciones recibidas, a partir del año 2020 la Compañía estima realizar pagos de dividendos por US$2.0 millones. En cuanto a los indicadores de endeudamiento, se observan mejoras, tanto en la palanca contable (Pasivo/Patrimonio), como en la palanca financiera (deuda financiera / EBITDA) como consecuencia de la retención de utilidades y la mayor generación de EBITDA, respectivamente

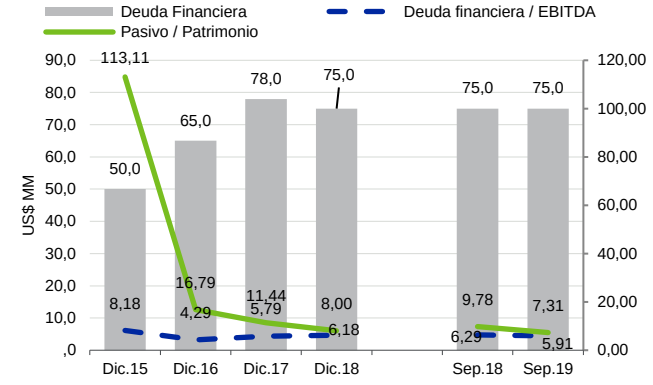
[1] Artículo 292 de la Constitución Política de Panamá, establece un límite de 20 años a la emisión de obligaciones bajo la Ley Panameña, lo que podría conllevar que eventualmente un tercero tenedor de dicho instrumento pueda solicitar la redención anticipada al año 20.

Gráfico 3
Evolución de la Estructura de Fondeo



Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 4
Evolución de los Indicadores de Endeudamiento



Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Moody's Local PA

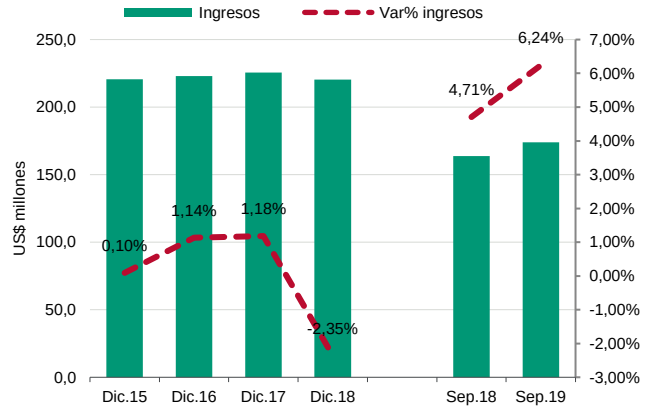
Rentabilidad y Eficiencia

PESE A UNA DISMINUCION EN MARGEN BRUTO, LAS UTILIDADES E INDICADORES DE RENTABILIDAD MEJORAN COMO RESULTADO DE UN INCREMENTO EN OTROS INGRESOS OPERATIVOS.

A septiembre 2019, los ingresos de Cochez aumentan 6.24% como consecuencia de un aumento en el nivel de ventas por tienda de la Compañía. En línea con lo mencionado se observa que el indicador Same Store Sales (SSS) de la Compañía (ventas considerando el mismo número de tiendas) al 30 de septiembre de 2019 presentó un aumento de 2.71% respecto al mismo periodo del año anterior.
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 de construcción, 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.

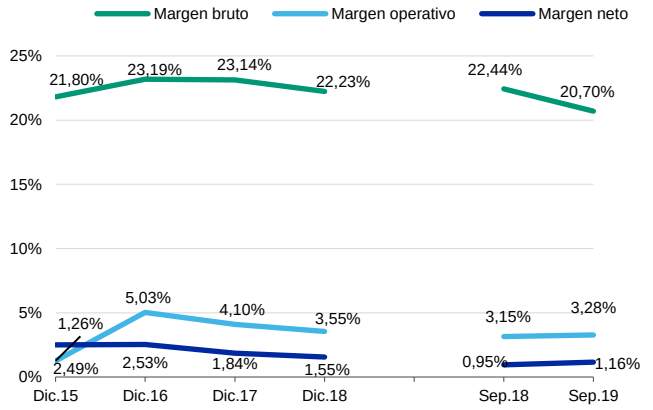
Los costos de ventas incrementan en mayor proporción (+8.62%) que las ventas, trayendo como resultado una disminución en el resultado bruto (-2.00%), reduciendo el margen bruto a 20.70% de 22.44% a septiembre 2018, según se observa en el gráfico 6. Por otro lado, un aumento de 2.13% en los gastos operativos principalmente debido a un incremento en los honorarios profesionales y gastos de personal, fue contrarrestada con un aumento de 32.20% en otros ingresos operativos, (servicios complementarios 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), lo cual trajo como resultado un aumento de 30.14% en la utilidad neta y un aumento en el margen neto a 1.16% desde 0.95%. En consecuencia, el retorno promedio tanto de activos (ROAA) como de los accionistas (ROAE) mejora a 3.25% y 30.40%, respectivamente, desde 2.15% y 26.31%, respectivamente.

Gráfico 5
Evolución de las Ventas (US$ millones)



Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 6
Evolución de los Márgenes



Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Moody's Local PA

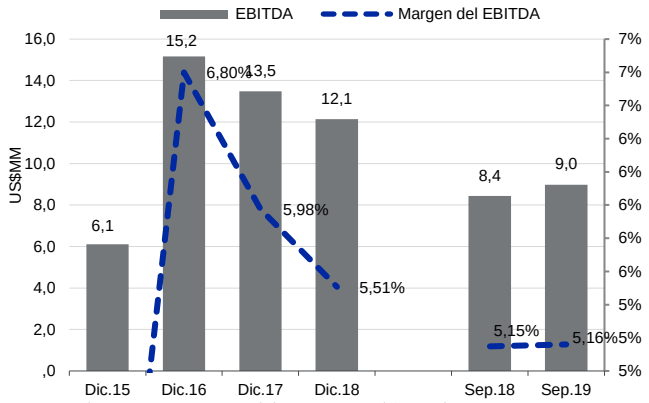
Generación y Capacidad de Pago

DISMINUCION EN FLUJO DE CAJA OPERATIVO (FCO) PRODUCTO DEL AUMENTO EN INVENTARIOS Y DISMINUCION EN CUENTAS POR PAGAR

La generación de EBITDA aumentó 6.49% a la fecha de corte evaluada como consecuencia del incremento en otros ingresos operativos. El EBITDA anualizado logra cubrir los gastos financieros y el servicio de deuda en 2.01 veces (1.89 veces a septiembre de 2018). Asimismo, de incorporar dentro del servicio de deuda el vencimiento de la Serie J de VCNs por US$5.0 millones, el indicador se ajusta a 1.12 veces. En cuanto a la generación de flujo de caja operativo (FCO), se registra una disminución interanual que pasa a US$1.4 millones desde US$3.5 millones a septiembre 2018, como resultado de la adquisición de inventario y la disminución en el saldo de las cuentas por pagar. En consecuencia, las coberturas del servicio de deuda e intereses con el FCO disminuyen a niveles inferiores a 1.0x.

Gráfico 7

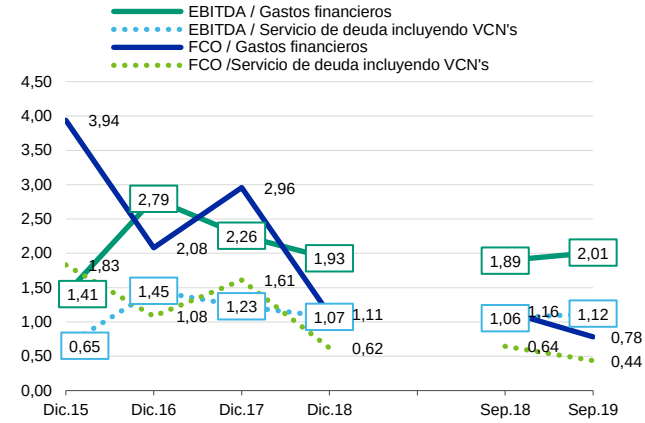
Evolución del EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 8

Evolución de los Indicadores de Cobertura



Fuente: Cochez y Compañía, S.A./ Elaboración: Moody's Local PA

COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
TOTAL ACTIVO	**121,497**	**114,528**	**117,299**	**117,939**	**98,760**	**91,290**
Caja y Bancos	540	4.984	5.715	5.103	4.074	7.496
Cuentas por Cobrar Clientes, Netas	21.616	17.319	25.122	14.523	15.148	15.697
Inventario de Mercancía	31.891	27.337	26.151	28.192	28.837	24.851
Adelantos a Compras	**6.198**	**4.813**	**2.589**	**2.345**	**4.788**	**2.822**
Activo Corriente	**62.129**	**56.371**	**62.412**	**51.778**	**54.504**	**53.945**
Propiedades, planta y equipo, neto	36.931	37.631	38.621	39.918	35.247	35.613
Cuentas entre empresas relacionadas	20.198	18.442	14.200	24.182	7.150	0
Activo No Corriente	**59.368**	**58.157**	**54.887**	**66.161**	**44.256**	**37.345**
TOTAL PASIVO	**106.877**	**101.798**	**106.422**	**108.456**	**93.209**	**90.490**
Valores Comerciales Negociables	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Cuentas por pagar proveedores	24.377	22.475	27.042	25.254	22.535	21.841
Pasivo Corriente	**31.927**	**30.110**	**34.756**	**36.034**	**30.961**	**29.428**
Bonos Corporativos por pagar	70.000	70.000	70.000	70.000	60.000	45.000
Cuentas por Pagar Empresa Relacionada	3.300	5	0	785	670	2.260
Pasivo No Corriente	**74.950**	**71.687**	**71.665**	**72.422**	**62.248**	**61.063**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**14.620**	**12.731**	**10.877**	**9.483**	**5.551**	**800**
Capital Social	800	800	800	800	800	800
Utilidades no Distribuidas	13.820	11.931	10.077	8.683	4.751	0

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Ingresos por Ventas	174.022	220.327	163.801	225.628	223.003	220.500
Costos Operativos	(118.001)	(171.342)	(127.044)	(173.420)	(171.296)	(172.427)
Resultado Bruto	**36.021**	**48.985**	**36.757**	**52.208**	**51.707**	**48.073**
Gastos Generales y Administrativos	(35.340)	(46.184)	(34.602)	(47.324)	(45.095)	(44.413)
Otros Ingresos Operativos	8.298	10.138	6.277	8.612	8.678	2.847
Resultado Operativo	**5.714**	**7.818**	**5.167**	**9.255**	**11.214**	**2.773**
Gastos Financieros	(4.718)	(6.296)	(4.707)	(5.974)	(5.426)	(4.345)
Otros Ingresos	1.631	2.932	1.248	2.170	1.662	8.827
Resultado Antes del Impuesto a la Renta	**2.698**	**4.522**	**1.814**	**5.522**	**7.532**	**7.312**
Impuesto a la Renta, Neto	(675)	(1.114)	(260)	(1.364)	(1.886)	(1.817)
Resultado Neto	**2.023**	**3.408**	**1.554**	**4.159**	**5.646**	**5.495**

COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	7.31x	8.00x	9.78x	11.44x	16.79x	113.11x
Deuda Financiera / Pasivo	0.70x	0.74x	0.70x	0.72x	0.70x	0.55x
Deuda Financiera / Patrimonio	5.13x	5.89x	6.90x	8.23x	11.71x	62.50x
Pasivo / Activo	0.88x	0.89x	0.91x	0.92x	0.94x	0.99x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.30x	0.30x	0.33x	0.33x	0.33x	0.33x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.70x	0.70x	0.67x	0.67x	0.67x	0.67x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	5.91x	6.18x	6.29x	5.79x	4.29x	8.18x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.95x	1.87x	1.80x	1.44x	1.76x	1.83x
Prueba Ácida[1]	0.73x	0.76x	0.90x	0.55x	0,63x	0.80x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.02x	0.17x	0.16x	0.14x	0.13x	0.25x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US$ Miles)	30,202	26,261	27,656	15,744	23,543	24,518
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	20.31%	20.96%	21.12%	20.97%	20.22%	20.14%
Gastos Financieros / Ingresos	2.71%	2.86%	2.87%	2.65%	2.43%	1.97%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	48	50	59	50	46	41
Rotación de Inventarios (días)	57	58	58	59	56	52
Ciclo de Conversión	45	34	34	33	36	35
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	20.70%	22.23%	22.44%	23.14%	23.19%	21.80%
Margen Operativo	3.28%	3.55%	3.15%	4.10%	5.03%	1.26%
Margen Neto	1.16%	1.55%	0.95%	1.84%	2.53%	2.49%
ROAA (*)	3.25%	2.93%	2.15%	3.84%	5.94%	6.49%
ROAE (*)	30.40%	30.68%	26.31%	55.32%	177.81%	126.36%
GENERACIÓN						
FCO (US$ Miles)	1,445	7,002	3,507	17,657	11,303	17,112
FCO anualizado (US$ Miles)	4,941	7,002	7,274	17,657	11,303	17,112
EBITDA (US$ Miles)	8,979	12,135	8,432	13,483	15,163	6,109
EBITDA LTM (US$ Miles)	12,683	12,135	11,915	13,483	15,163	6,109
Margen EBITDA	5.16%	5.51%	5.15%	5.98%	6.80%	2.77%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	2.01x	1.93x	1.89x	2.26x	2.79x	1.41x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	2.01x	1.93x	1.89x	2.26x	2.79x	1.41x
EBITDA / Servicio de Deuda incluyendo Relacionada (*)	1.12x	1.07x	1.06x	1.23x	1.45x	0.65x
FCO / Gastos Financieros (*)	0.78x	1.11x	1.16x	2.96x	2.08x	3.94x
FCO / Servicio de Deuda (*)	0.78x	1.11x	1.16x	2.96x	2.08x	3.94x
FCO / Servicio de Deuda (*)	0.44x	0.62x	0.64x	1.61x	1.08x	1.83x

*Indicadores anualizados

[1]Prueba Ácida = (Activo Corriente - Inventarios - Gastos Pagados por Anticipado) / Pasivo Corriente

Anexo I

Historia de Calificación

Cochez y Compañía, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior (con información Al 31.12.18 y 31.03.19)*	Calificación Actual (con información al 31.09.19)	Definición de Categoría Actual
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (hasta por US$5.0 millones)	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	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	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.

**Sesión de Comité del 30 de julio de 2019*

Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

Programa de Valores Comerciales Negociables hasta por US$5.0 millones

Programa	
Fecha del Programa:	7 de julio de 2009
Monto en circulación al 30.09.19:	US$5.0 millones
Vencimiento:	90, 120, 180 o 360 días a partir de la fecha de emisión, a ser determinados por el Emisor.
Tasa de Interés:	Puede ser fija o variable
Serie vigente/en circulación:	Serie J
Monto de serie en circulación:	US$5.0 millones
Pago de Interés:	Trimestralmente los días quince (15) de cada mes, hasta su vencimiento.
Pago de Capital:	Al vencimiento
Redención anticipada:	El Emisor tendrá la opción de redimir anticipadamente todo o parte de los VCNs en cualquier momento.
Respaldo:	Crédito general del Emisor.

Programa de Bonos Corporativos hasta por US$70.0 millones, Series de Bonos Corporativos

Serie		
Serie (s)	F	E
Monto en circulación al 30.09.19:	US$10.0 millones	US$10.0 millones
Plazo de las Series:	7 años	7 años
Fecha de Vencimiento:	21 de abril de 2024	14 de enero de 2023
Tasa de Interés:	8.00%	8.00%
Fecha de Oferta:	19 de abril de 2017	12 de enero de 2016
Fecha de Emisión:	21 de abril de 2017	14 de enero de 2016
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, Series de Bonos Subordinados

Programa	
Serie (s)	D
Monto en circulación al 30.09.19:	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.
Serie (s)	D

Declaración de Importancia

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. En la página web de la empresa (http://www.moodyslocal.com) se pueden consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018, así como Estados Financieros no Auditados al 30 de septiembre de 2018 y 2019 de Cochez y Compañía, S.A. Moody's Local comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody's Local 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.

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CALIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA IRRESPONSABLE E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.
TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.
LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY's y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY's o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY's y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo pero no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY's o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los $1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moodys.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].
Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY's, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.
Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.
Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.
Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.