Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Bella Vista
Ciudad de Panamá, Panamá
507.214.3790 tel
507.214.3790 fax
moodyslocal.com

Panamá, 25 de agosto de 2020

Señores
Bolsa de Valores de Panamá
Avenida Federico Boyd, Edificio BVP
Bella Vista, Panamá

Referencia: Envío de Informe de calificación COCHEZ & CIA.
Attn. Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

Con la presente, informamos a la Bolsa de Valores de Panamá que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió de hoy 25 de agosto de 2020 para tratar la Calificación de Instrumentos de COCHEZ & CIA.

Al respecto, nos permitimos anexar el citado Informe de Calificación que se explica por sí solo.

Sin más por el momento.

Saludos Cordiales,

Juan Manuel Martans
General Manager

MOODY'S LOCAL | Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
25 de agosto de 2020

Actualización

CALIFICACIÓN*

Cochez y Compañía, S.A.

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	BB+.pa
Bonos Subordinados	BB-.pa
Valores Comerciales Negociables	ML 3+.pa

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

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

María Gabriela Sedda
Associate Analyst
maria.sedda@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 ratifica la categoría BB+.pa a las Serie E y F de Bonos Corporativos Rotativos y la categoría BB-.pa a la Serie D de Bonos Subordinados No Acumulativos, todas las series emitidas bajo el mismo Programa de Bonos Corporativos y Subordinados hasta por US$70.0 millones Cochez y Compañía S.A. (en adelante, Cochez o la Compañía). Del mismo modo, ratifica la categoría ML3+.pa al Programa de Valores Comerciales Negociables hasta por US$5.0 millones. Asimismo, Moody's Local mantiene bajo presión las calificaciones asignadas producto del deterioro del entorno operativo en el que se desenvuelve la Compañía, a raíz de las medidas adoptadas por el Gobierno para hacer frente a la propagación de la pandemia.

La calificación otorgada 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 y acceso a fondeo interno a través de la caja centralizada que mantiene el Grupo. Igualmente se toma en consideración la experiencia de los accionistas y trayectoria de la Junta Directiva y Plana Gerencial. Asimismo, se pondera el posicionamiento de mercado que mantiene la Compañía a nivel local en el segmento de venta de materiales de construcción y ferretería. Pondera favorablemente la evolución de los indicadores de liquidez, tanto a diciembre 2019 como a marzo 2020, así como las medidas tomadas por la Compañía para preservar la misma, mediante negociaciones de pagos con proveedores, reducción de inventarios y control de gastos. En el caso específico de la Serie de Bonos Subordinados, la calificación recoge la naturaleza misma de subordinación frente a los demás pasivos de la Compañía. Asimismo, se pondera que dicha Serie fue colocada a 99 años, la misma que si bien fue adquirida por los mismos accionistas, el plazo contraviene con lo establecido en el Artículo 292 de la Constitución Política de Panamá, la cual establece un límite de 20 años en la emisión de obligaciones efectuada bajo la Ley de Panamá, lo que podría conllevar a que eventualmente un tenedor del Bono pueda pedir el pago anticipado en el año 20.

Sin perjuicio de lo anterior, limita la calificación la elevada Palanca Financiera (Deuda Financiera Total / EBITDA LTM) y Palanca Contable (Pasivo / Patrimonio) que ha venido registrado a lo largo de los últimos periodos evaluados, las cuales, si bien presentaron mejora al cierre fiscal 2019, para el corte de marzo 2020 se deterioraron como resultado de menores ventas que resultaron en una menor generación EBITDA y pérdidas para dicho trimestre. A lo anterior se suma que, si bien mantienen una cobertura del Servicio de Deuda suficiente con el EBITDA y con el Flujo de Caja Operativo, al incluir los VCNs la misma no es suficiente, debiendo recurrir al reperfilamiento de la deuda.

Por otro lado, la decisión de mantener las calificaciones bajo presión recogen la fuerte desaceleración de la actividad económica local, producto de las medidas adoptadas por el Gobierno de Panamá a fin de contener la rápida propagación del COVID-19 en el país, lo cual afectará el crecimiento estimado para la economía panameña en el 2020 (-8% a -9% de acuerdo a estimaciones del Ministerio de Economía y Finanzas), así como el desempeño de diversos sectores[1] de la economía, entre ellos entre ellos el sector comercial y construcción en el cual se desenvuelve Cochez, los cuales

[11] Sugerimos revisar la Nota de Prensa: **ML PA publica comentario sobre el impacto del COVID-19 en los distintos sectores de la economía panameña (25/03/2020)** https://www.moodyslocal.com/resources/res-documents/pa/pressreleases/mlnotaprensacoronaviruscorporativospanama.pdf

tienen alta correlación con los ciclos económicos. Si bien el Gobierno panameño ya estableció el mecanismo de reactivación económica desde mediados de mayo de 2020, la misma será gradual (seis bloques de los cuales, a la fecha, se han activado los dos primeros y parcialmente el tercero; mientras que para el resto, aún no se tiene fecha estimada) y dependerá de las nuevas cifras de contagio. En ese sentido, a partir del 17 de agosto se reactivarán parcialmente algunas actividades del bloque 3, incluyendo la construcción pública y proyectos privados con gran avance. En el caso del Cochez, sus tiendas se mantuvieron cerradas desde que se decretó la Cuarentena en marzo hasta el 1 de junio, fecha en que se abrió el bloque 2, que incluía la venta al por menor de artículos de ferretería y construcción. En dicha fecha se inició la reapertura de 20 sucursales de Cochez, mientras que la última tienda no reabrirá producto del bajo rendimiento reportado en los dos últimos años y que, ante la coyuntura actual no estiman pronta recuperación. En ese sentido y, de acuerdo a información más reciente enviada por el Emisor, las ventas mensuales de abril y mayo se redujeron aproximadamente un 98% y 90%, respectivamente, en comparación con las ventas de los meses previos a COVID-19, mientras que para junio 2020 con la reapertura de las tiendas se presentó una recuperación, al registrar ingresos que representan un 66% de los ingresos mensuales de los meses previos al COVID-19, mejora que se atribuye a las ventas retail, mientras que las ventas al por mayor concentradas en constructoras del sector privado continúan presionando los resultados, toda vez que dicho sector continúa con sus operaciones paralizadas desde la cuarentena total, esperando se reactive gradualmente a partir del 17 de agosto. Asimismo, y, según proyecciones actualizadas del Emisor, se estima una menor generación de EBITDA y Flujo de Caja Operativo (FCO), este último no lograría cubrir el servicio de deuda para el año fiscal 2020, por lo cual la Compañía tendría que recurrir a caja centralizada para afrontar parte de las obligaciones financieras. Lo anterior cobra mayor relevancia considerando que en diciembre 2020 la Compañía mantiene el vencimiento de la Serie K de VCNs, a lo cual se suma el pago del Servicio de Deuda de las Series de Bonos Corporativos calificadas. Resulta oportuno agregar que, las estimaciones podrían variar de acuerdo al comportamiento del índice de contagios, nuevas medidas del Gobierno y la continuación de apertura de los otros sectores económicos del país. Es importante señalar que, por lo antes expuesto, el 14 de abril de 2020, Moody's Local bajó a BB+.pa, desde BBB-.pa, la categoría de riesgo asignada a las Series E y F de Bonos Corporativos Rotativos y bajó a EQL3+.pa, desde EQL2-.pa, la categoría de riesgo asignada al Programa de Valores Comerciales Negociables.

En adición a lo anterior, el Gobierno promulgó el 1 de mayo el Decreto Ejecutivo Nº 145, el cual dicta medidas sobre los arrendamientos, procesos de lanzamiento y desalojo durante el Estado de Emergencia Nacional, ordenando el congelamiento de los cánones de arrendamiento, intereses por mora y cláusulas de incremento y/o penalización por terminación unilateral de contrato mientras dure el Estado de Emergencia Nacional y hasta dos meses posteriores al levantamiento de dicha fecha. En ese sentido, para los meses de abril y mayo se logró condonar el alquiler de 17 de las 21 tiendas Cochez, así como descuentos de entre 70% y 90% del canon de alquiler de las 4 tiendas restantes. Por otro lado, se negoció una reducción del canon mensual para el resto del año.

Moody's Local continuará monitoreando el desempeño de las operaciones y la evolución de los principales indicadores financieros de la Compañía, toda vez que todavía no es posible determinar el efecto final y el periodo de recuperación en la generación de Cochez, 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 sostenida en la generación de la Compañía, para lo cual será fundamental el levantamiento de las medidas decretadas por el Gobierno para hacer frente a la propagación de la pandemia COVID-19 en el país.
- Recuperación en la tasa de crecimiento de la economía que genere dinamismo en el consumo privado, con una consecuente mejora en la estructura económica-financiera de la Compañía.
- Disminución progresiva de la Palanca Financiera del Emisor, acompañado de una mejora gradual en la cobertura del Servicio de Deuda tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo.
- Cambio en el cronograma de pago de las distintas Series de Bonos calificadas que incorpore amortizaciones periódicas y así evitar el riesgo de refinanciación.
- Establecimiento de Políticas de Buen Gobierno Corporativo dentro de la Compañía.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- Mayor Palanca Financiera, acompañado de un ajuste en el EBITDA y Flujo de Caja Operativo.
- 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.
- Disminución en la cobertura del Servicio de Deuda de la Compañía, tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo.

» 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 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.

» Pérdida del respaldo patrimonial.

» 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.

	Mar-20 LTM	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Activos (US$/Miles)	120,966	115,572	114,528	117,939	98,760
Ingresos (US$/Miles)	49,796	227,578	220,327	225,628	223,003
EBITDA (US$/Miles)	10,551	12,110	12,135	13,483	15,163
Deuda Financiera / EBITDA	7.17x	6.24x	6.18x	5.79x	4.29x
EBITDA / Gastos Financieros	1.67x	1.92x	1.93x	2.26x	2.79x
FCO / Servicio de la Deuda	1.72x	1.41x	1.11x	2.96x	2.08x

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

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 31 de diciembre 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 2007 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 y Compañía, S.A.

Desarrollos Recientes

El Estado de Emergencia Nacional y la Cuarentena Total decretada por el Gobierno de Panamá a fin de contener la rápida propagación del COVID-19 en el país, incluyendo el cierre de establecimientos comerciales no relacionados a la venta de productos alimenticios o medicamentos en todo el país, afectará el crecimiento estimado para la economía panameña en el 2020, así como el desempeño de

diversos sectores de la economía, entre ellos entre ellos el sector comercial y construcción en el cual se desenvuelve Cochez. En vista que la propagación del COVID-19 se trata de un evento que aún sigue en curso, no es posible determinar la fecha estimada del levantamiento de la Cuarentena. Si bien el Gobierno panameño ya estableció el mecanismo de reactivación económica desde mediados de mayo de 2020, la misma será gradual (seis bloques de los cuales, a la fecha, se han activado los dos primeros y parcialmente el tercero; mientras que para el resto, aún no se tiene fecha estimada) y dependerá de las nuevas cifras de contagio, siendo relevante señalar que, según lo manifestado por el Gobierno, continuará la cuarentena indefinida, decretada el pasado 25 de marzo de 2020 con todas las medidas sanitarias y de restricción a la movilidad para las provincias de Panamá, Panamá Oeste, Chiriquí y Colón. En ese sentido y, de acuerdo al anuncio del MINSA el pasado 12 de agosto, a partir del 17 de agosto se reactivarán parcialmente algunas actividades del bloque 3, incluyendo la construcción pública y proyectos privados con gran avance, así como el sector de comercio al por menor, permitiéndoles vender por medio de página web u otros medios digitales con modalidad de entrega a domicilio o entrega en el área de estacionamiento o la puerta del local comercial. En el caso del Cochez, sus tiendas se mantuvieron cerradas desde que se decretó la Cuarentena en marzo hasta el 1 de junio, fecha en que se abrió el bloque 2, que incluía la venta al por menor de artículos de ferretería y construcción. En dicha fecha se inició la reapertura de 20 sucursales de Cochez, mientras que la última tienda no reabrirá producto del bajo rendimiento reportado en los dos últimos años y que, ante la coyuntura actual no estiman pronta recuperación. En ese sentido y, de acuerdo a información más reciente enviada por el Emisor, las ventas mensuales de abril y mayo se redujeron aproximadamente un 98% y 90%, respectivamente, en comparación con las ventas de los meses previos a COVID-19, mientras que para junio 2020 con la reapertura de las tiendas se presentó una recuperación, al registrar ingresos que representan un 66% de los ingresos mensuales de los meses previos al COVID-19, mejora que se atribuye a las ventas retail, mientras que las ventas al por mayor concentradas en constructoras del sector privado continúan presionando los resultados, toda vez que dicho sector mantuvo sus operaciones paralizadas desde que se decretó a Cuarentena total, esperando que dichas ventas se reactiven a partir del mes de agosto, con la reapertura de los proyectos públicos y algunos privados de construcción a partir del 17 de agosto. Cabe resaltar que una vez se levante la Cuarentena total se estima que se mantenga la desaceleración del sector comercial debido a una menor demanda por productos que no sean de primera necesidad dada la coyuntura económica actual, por lo que el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) estima una PIB negativo de aprox. -8% a -9% para el presente año.

En línea con lo anterior y, de acuerdo a las proyecciones actualizadas del Emisor, se estima una menor generación de EBITDA y Flujo de Caja Operativo (FCO) para el periodo fiscal 2020, lo cual no lograría cubrir el servicio de deuda, por lo cual la Compañía tendría que recurrir a la caja centralizada del Grupo para afrontar parte de las obligaciones financieras. Sobre esto último y, de acuerdo a la última información proporcionada por el Emisor, la caja al 30 de junio de 2019 registra un saldo de US$11.0 millones. El emisor se ha mantenido realizando una serie de estrategias negociadas con proveedores, reducción de compra de inventarios por menores ventas y, control de gastos a través de suspensión de salarios en los meses de abril y mayo mientras que, a la fecha continúan suspendidos el 33% de los contratos de trabajo dado las restricciones de horarios por toque de queda y Cuarentena Total que los obliga a mantener cerradas las sucursales las provincias de Panamá, Panamá Este, Colón y Chiriquí los días sábados y domingos.

Otro hecho de importancia relevante corresponde a que, el 1 de mayo de 2020, se promulgó el Decreto Ejecutivo Nº 145 que dicta medidas sobre los arrendamientos, procesos de lanzamiento y desalojo. En el mismo se establece que mientras dure el Estado de Emergencia Nacional y hasta dos meses posteriores al levantamiento de esta medida, se ordena el congelamiento de los cánones de arrendamiento, las cláusulas de incrementos y/o penalización por terminación unilateral del contrato y las relativas a intereses por mora. Asimismo, indica que el arrendador y el arrendatario podrán resolver por mutuo acuerdo los conflictos originados sobre los cánones de arrendamientos dejados de pagar durante las medidas y disposiciones establecidas en dicho Decreto y, dichos acuerdos, tendrán una duración de hasta dos años a partir del registro ante la Dirección General de Arrendamientos. En ese sentido, los pagos de alquiler de los meses de abril y mayo fueron condonados y adicional se negoció una reducción del canon mensual de hasta un 40% para los siguientes meses del ejercicio 2020.

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 se dedica a procesos de manufactura e industriales livianos, 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.

La Compañía adoptó la NIIF 16 desde el 1 de enero de 2019 utilizando el enfoque retrospectivo modificado. Dicha adopción conllevó al registro de activos y pasivos por arrendamiento en el balance, correspondientes a contratos "no - cancelables", es decir, los que cuentan con cláusula o penalizaciones por salida anticipada, considerando que la Norma define el Periodo de arrendamiento como el periodo no

cancelable de arrendamiento. La inclusión de los activos y pasivos por arrendamiento no tuvo impacto en las utilidades de la Compañía, considerando que no están registrando gastos de depreciación o gastos financieros asociados a los activos y pasivos por derecho de uso.

Análisis Financiero de Cochez y Compañía, S.A.

Activos y Liquidez

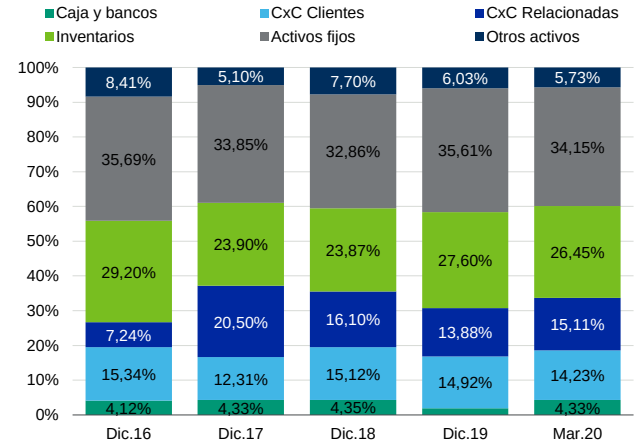
MEJORA EN INDICADORES DE LIQUIDEZ COMO RESULTADO DE UNA DISMINUCION EN LOS PASIVOS CORRIENTES.

Al cierre fiscal 31 de diciembre de 2019, los activos de la Compañía aumentan 0.91% con respecto al cierre fiscal 2018, como resultado de incremento en propiedad, planta y equipo y mayores niveles de inventarios, los cuales fueron parcialmente contrarrestados por disminuciones en los niveles de efectivo y cuentas entre empresas relacionadas. El aumento en activos fijos responde principalmente a compra de softwares y licencias, mobiliario y mejoras y remodelaciones en tiendas. Esto último, conllevó a una reducción en el efectivo y caja (-54.86%). El componente más importante de los activos continúa siendo las mejoras a la propiedad arrendada, equipos rodantes y mobiliarios, las cuales representan el 35.42% del total de activos, seguido de los inventarios y cuentas por cobrar. En cuanto a la antigüedad de las cuentas por cobrar a clientes, el 34.42% mantienen vencimientos mayores a 90 días, resaltando que la Compañía mantiene provisiones para cuentas de dudoso cobro por US$1.6 millones. Resulta relevante indicar que la Compañía adoptó la NIIF 16 desde el 1 de enero de 2019 utilizando el enfoque retrospectivo modificado. Dicha adopción conllevó al registro de activos y pasivos por arrendamiento en el balance, correspondientes a contratos "no - cancelables", es decir, los que cuentan con cláusula o penalizaciones por salida anticipada, considerando que la Norma define el Periodo de arrendamiento como el periodo no cancelable de arrendamiento. La inclusión de los activos y pasivos por arrendamiento no tuvo impacto en las utilidades de la Compañía, considerando que no están registrando gastos de depreciación o gastos financieros asociados a los activos y pasivos por derecho de uso. Al 31 de marzo de 2020, los activos totales incrementan 1.90%, como resultado de mayores activos fijos netos (+7.59%) asociado a lo mencionado previamente y, aunado a mayores niveles de efectivo (+61.94%), esto último atribuido a los créditos otorgados por los proveedores por las compras de mercancía, luego de la declaración de emergencia nacional decretada el 16 de marzo y cierre de las 21 tiendas el 24 de marzo. De acuerdo con proyecciones enviadas por el emisor, se estima que al cierre del ejercicio 2020 los inventarios se reduzcan hasta un 20.52% considerando los meses que estuvieron cerradas las tiendas y la menor demanda en ventas al por mayor por la reapertura prolongada del sector construcción.

En cuanto a los indicadores de liquidez de la Compañía, los mismos se mantienen en niveles adecuados, alcanzado niveles superiores a 2.00x para ambos cortes evaluados, superiores a los niveles históricos reportados, lo cual es consecuencia de una reducción en el saldo de las cuentas por pagar a proveedores (-10.44% en diciembre 2019 y -11.24% en marzo 2020), lo cual también benefició el capital de trabajo, el cual aumentó a US$29.6 millones en diciembre 2019 (US$29.5 millones en marzo 2020). En lo que respecta al ciclo de conversión de efectivo, el mismo aumenta a 57 días desde 45 días, como consecuencia de una menor rotación de las cuentas por pagar (58 días en marzo 2020).

Gráfico 1

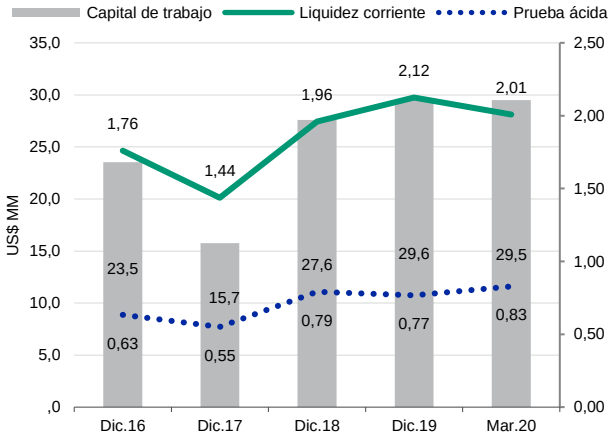
Evolución de la Estructura de Activos



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

Gráfico 2

Indicadores de liquidez



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

Estructura Financiera y Solvencia

AJUSTES EN PALANCA CONTABLE Y FINANCIERA PARA MARZO 2020 PRODUCTO DE MENOR GENERACIÓN EBITDA Y PÉRDIDAS QUE PRESIONARON EL PATRIMONIO. DETERIORO SE ACENTUARÁ HASTA CIERRE FISCAL 2020 ANTE COYUNTURA ACTUAL

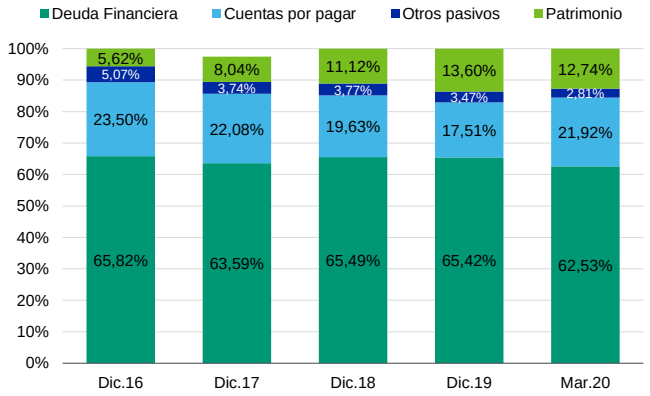
Los pasivos del Emisor disminuyen 1.90% con respecto a diciembre 2018, asociado a la reducción de las cuentas por pagar proveedores (-10.44%), debido a menores adelantos a compras de inventarios. Al 31 de marzo de 2020, los pasivos incrementan levemente en 0.27% como resultado de mayores cuentas por pagar a relacionadas, lo que fue contrarrestado por la disminución de cuentas por pagar a proveedores. 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 60.57% de los activos del Emisor a diciembre 2019 (57.87% en marzo 2020). 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)[2] 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. A la fecha de este informe, dicha Serie fue cancelada mediante la emisión de la Serie K el 10 de junio de 2020 bajo el mismo programa, con un plazo de 6 meses. 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 23.42% a diciembre 2019 y 14.69% a marzo 2020, como resultado de la retención de utilidades, las cuales representan el principal componente del capital (94.91% en diciembre 2019 y 94.81% marzo 2020), hecho que no brinda estabilidad a los indicadores de solvencia dada la incertidumbre frente a escenarios futuros de reparto de dividendos, considerando que el emisor no cuenta con una política de reparto de dividendos establecida. En cuanto a los indicadores de endeudamiento, para el cierre fiscal 2019 se observan mejoras en la palanca contable (Pasivo/Patrimonio), como resultado del efecto combinado de la retención de utilidades y la disminución de pasivos, mientras que para marzo 2020 se incrementa ligeramente producto de la presión que generan las pérdidas del período sobre el patrimonio. En cuanto a la palanca financiera (deuda financiera / EBITDA) se observa deterioro, aumentando a 6.24x a diciembre 2019 desde 6.18x a diciembre 2018, mientras que para marzo 2020 incrementa hasta 7.17x, lo cual es atribuido a la menor generación EBITDA, durante el primer trimestre de 2020, influenciado por menores ventas debido al cierre de todas las tiendas de Cochez desde el 24 de marzo, como consecuencia de la Cuarentena Total decretada por el Gobierno de Panamá para contener la rápida propagación del COVID-19. Por esto último y de acuerdo con proyecciones del Emisor, se estima que los niveles de apalancamiento tanto contable como financiero se deterioren hasta 6.94x y 10.49x para el año 2020.

Gráfico 3

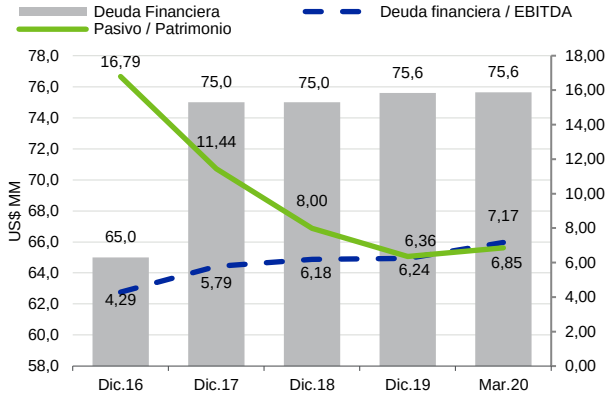
Evolución de la Estructura de Fondeo



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

Gráfico 4

Evolución de los Indicadores de Endeudamiento



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

Rentabilidad y Eficiencia

PÉRDIDAS NETAS AL PRIMER Y SEGUNDO SEMESTRE 2020 PRODUCTO DEL CIERRE TEMPORAL DE TODAS TIENDAS QUE CONLLEVÓ MENORES VENTAS Y MENORES INGRESOS POR SERVICIOS.

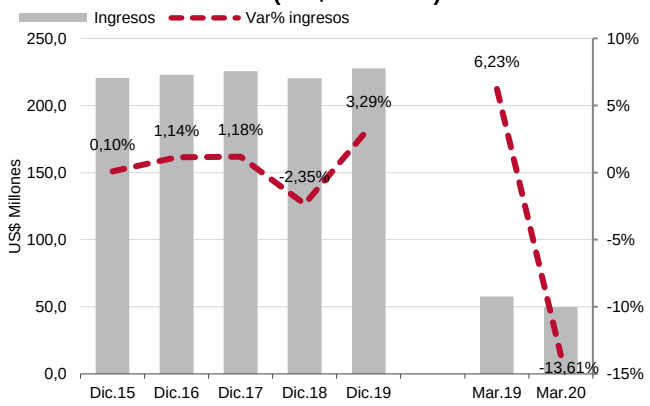
[2] Artículo 292 de la Constitución Política de Panamá, establece un límite de 20 años a la emisión de obligaciones bajo la Ley Panameña, lo que podría conllevar que eventualmente un tercero tenedor de dicho instrumento pueda solicitar la redención anticipada al año 20.

Al cierre fiscal diciembre 2019, los ingresos de Cochez aumentan 3.29%, producto de mayor volumen de ventas en tiendas. 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. No obstante, los costos de ventas incrementan en mayor proporción (+5.34%) que las ventas, de lo cual la Gerencia de la Entidad manifestó que obedece a que para el cierre fiscal 2019 se realizaron varias ofertas en productos, lo que impacta el rubro de costos. Por tal motivo se presenta una disminución en el resultado bruto (-3.89%), reduciendo el margen bruto a 20.69% de 22.23% a diciembre 2018, según se observa en el gráfico 6.
Por otro lado, se registró aumento de 3.87% en los gastos operativos principalmente debido a un incremento en los honorarios profesionales y gastos de personal. Lo anterior, fue parcialmente contrarrestado ante el aumento de 34.65% 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). Por el conjunto de lo anterior, la utilidad neta retrocedió 8.58%, reduciéndose el margen neto a 1.37%% desde 1.55%. En consecuencia, el retorno promedio tanto de activos (ROAA) como de los accionistas (ROAE) desmejoran a 2.71% y 21.91%, respectivamente (2.93% y 30.68%, respectivamente en diciembre 2018).

Al primer trimestre de 2020, los ingresos retroceden 13.61%, como resultado de menores ventas, específicamente en el mes de marzo, asociado a la declaración de emergencia nacional el 16 de marzo, y posterior cierre de todas las tiendas a partir del 24 de marzo. Cabe resaltar que todas las tiendas se mantuvieron cerradas hasta el 1 de junio. Los costos de ventas se redujeron en mayor medida un (-14.84%), producto de menores compras de inventarios, considerando la menor demanda por cierre de tiendas. Lo anterior, se tradujo en un ajuste en el resultado bruto de 8.94%. Por otro lado, los gastos administrativos aumentaron un 3.13% atribuido a principalmente a pago de vacaciones del personal. Los otros ingresos operativos correspondientes a servicios prestados a relacionadas y publicidad de proveedores en tiendas se redujeron un 4.92%. El conjunto de lo anterior resultó en pérdidas de US$985.3 mil a marzo 2020 respecto a los US$709.3 mil de ganancias reportadas a marzo 2019.

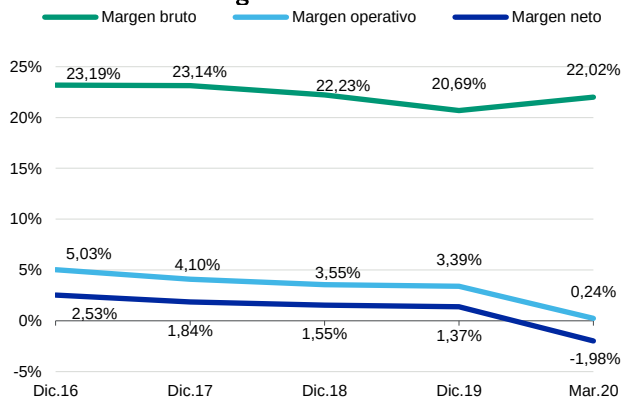
De acuerdo a información preliminar más reciente enviada por el Emisor, a junio 2020 la Compañía reportó pérdidas netas aproximadas de US$3.3 millones (-utilidad de US$2.3 millones a junio 2019), atribuido a las menores ventas en los meses de abril y mayo las cuales se redujeron un 98% y 90%, respectivamente respecto a los meses previos a COVID-19, mientras que en el mes de junio se logró generar un 66% de las ventas previas a la pandemia.

Gráfico 5
Evolución de las Ventas (US$ millones)



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

Gráfico 6
Evolución de los Márgenes



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

Generación y Capacidad de Pago

INCREMENTO EN EL FCO EN MARZO 2020 POR MENOR PAGO A PROVEEDORES DADA REDUCCIÓN DE COMPRAS Y NEGOCIACIÓN DE PRÓRROGAS CON PROVEEDORES POR COVID-19. PARA EL CIERRE DEL EJERCICIO 2020 EL FCO NO LOGRARÁ CUBRIR EL SERVICIO DE DEUDA, TENIENDO QUE RECURRIR A CAJA CENTRALIZADA DEL GRUPO PARA CUMPLIR CON LAS OBLIGACIONES

Al cierre fiscal diciembre 2019, la generación de EBITDA se mantuvo relativamente estable, mostrando una leve disminución de 0.21%, debido a que la baja en la utilidad operativa fue compensada parcialmente por una mayor depreciación. El EBITDA logra cubrir los gastos financieros y el servicio de deuda en 1.92 veces (1.93 veces a diciembre 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 1.07 veces. La generación de EBITDA durante el primer trimestre de 2020 se reduce de manera importante (-53.14%), como resultado de las menores ventas registradas, producto de una menor demanda a raíz de la declaración de Estado de Emergencia el 16 de marzo y el posterior al cierre de todas las tiendas el 24 de

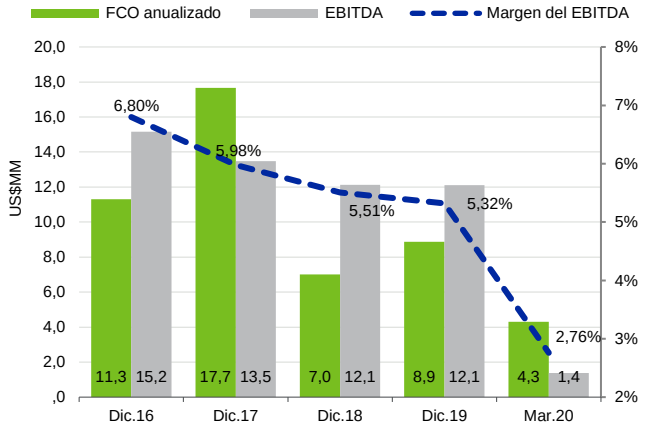
marzo, mientras los gastos administrativos incrementaron como resultado del pago de vacaciones al personal y preaviso de liquidaciones. Al anualizar el EBITDA, el mismo logra cubrir los gastos financieros y servicio de deuda en 1.67 veces, mientras que de incorporar los VCN's, no logra cubrirlo al situarse en 0.93x.

En cuanto a la generación de flujo de caja operativo (FCO), al cierre fiscal 2019 se registra un aumento al situarse en US$8.9 millones, comparado a los US$7.0 millones reportados a diciembre 2018, lo cual es el resultado del incremento de otros ingresos operativos mencionado previamente. EL FCO logra cubrir los gastos financieros y servicio de deuda en 1.41 veces (1.11 veces a diciembre 2018). A marzo 2020, el FCO del período aumenta 87.34% como resultado de menores compras de inventario, aunado a negociaciones con proveedores para aplazar los pagos, producto de menores ventas esperadas, como consecuencia del cierre de todas las tiendas el 24 de marzo, como consecuencia de la Cuarentena Total decretada por el Gobierno de Panamá a fin de contener la rápida propagación del COVID-19. De anualizar el FCO, la cobertura sobre el servicio de deuda aumenta a 1.72x, mientras que de incluir los VCN's se situaría en 0.96x.

Resulta relevante indicar que, de acuerdo a las proyecciones actualizadas enviadas por la Entidad, el FCO que estiman para el cierre fiscal de diciembre 2020 no lograría cubrir los gastos financieros, servicio de deuda ni el vencimiento de la Serie K de VCN's, por lo cual la Entidad tendría que apoyarse en la caja disponible y, en refinanciamiento de la Serie K de VCN's. Sobre esto último y, de acuerdo a última información proporcionada por el Emisor, la caja al 30 de junio de 2019 registra un saldo de US$11.0 millones.

Gráfico 7

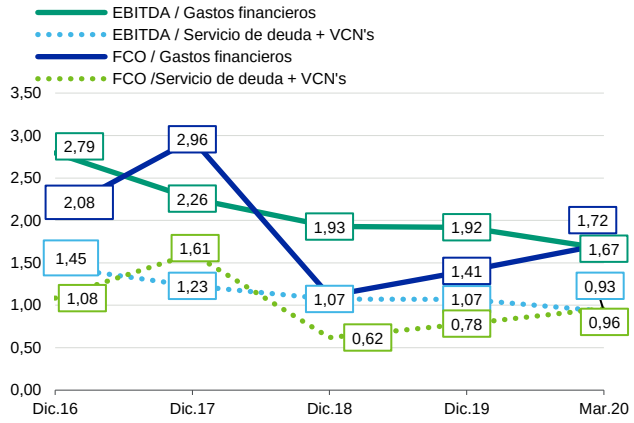
Evolución del FCO/EBITDA y Margen EBITDA



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

Gráfico 8

Evolución de los Indicadores de Cobertura



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

COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
TOTAL ACTIVO	**120,966**	**115,572**	**118,710**	**114,528**	**117,939**	**98,760**
Caja y Bancos	5,215	2,250	3,220	4,984	5,103	4,074
Cuentas por Cobrar Clientes, Netas	17,120	17,153	19,948	17,319	14,523	15,148
Inventario de Mercancía	31,827	31,733	31,214	27,337	28,192	28,837
Adelantos a Compras	879	2,619	2,808	4,813	2,345	4,788
Activo Corriente	**58,795**	**55,880**	**58,725**	**56,371**	**51,778**	**54,504**
Propiedades, planta y equipo, neto	41,091	40,939	38,194	37,631	39,918	35,247
Cuentas entre empresas relacionadas	18,178	15,952	19,624	18,442	24,182	7,150
Activos por derecho a uso, neto	644	608	0	**0**	**0**	**0**
Activo No Corriente	**62,171**	**59,692**	**59,985**	**58,157**	**66,161**	**44,256**
TOTAL PASIVO	**105,551**	**99,859**	**105,270**	**101,798**	**108,456**	**93,209**
Valores Comerciales Negociables	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
Cuentas por pagar proveedores	22,525	18,928	25,378	22,475	25,254	22,535
Pasivo Corriente	**29,283**	**26,301**	**33,218**	**30,110**	**36,034**	**30,961**
Bonos Corporativos por pagar	70,000	70,000	70,000	70,000	70,000	60,000
Cuentas por Pagar Empresa Relacionada	3,988	1,312	392	5	785	670
Pasivos por arrendamiento	644	608	0	0	0	0
Pasivo No Corriente	**76,269**	**73,558**	**72,052**	**71,687**	**72,422**	**62,248**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**15,414**	**15,713**	**13,440**	**12,731**	**9,483**	**5,551**
Capital Social	800	800	800	800	800	800
Utilidades no Distribuidas	14,614	14,913	12,640	11,931	8,683	4,751

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Ingresos por Ventas	49,796	227,578	57,642	220.327	225.628	223.003
Costos Operativos	(38,833)	(180,498)	(45,602)	(171.342)	(173.420)	(171.296)
Resultado Bruto	**10,964**	**47,080**	**12,040**	**48.985**	**52.208**	**51.707**
Gastos Generales y Administrativos	(11,920)	(47,971)	(11,558)	(46.184)	(47.324)	(45.095)
Otros Ingresos Operativos	2,330	13,651	2,451	10.138	8.612	8.678
Resultado Operativo	**120**	**7,713**	**1,867**	**7.818**	**9.255**	**11.214**
Gastos Financieros	(1,575)	(6,310)	(1,554)	(6.296)	(5.974)	(5.426)
Otros Ingresos	468	2,654	609	2.932	2.170	1.662
Resultado Antes del Impuesto a la Renta	**(985)**	**4,125**	**946**	**4.522**	**5.522**	**7.532**
Impuesto a la Renta, Neto	0	(1,010)	(237)	(1.114)	(1.364)	(1.886)
Resultado Neto	**(985)**	**3,116**	**709**	**3.408**	**4.159**	**5.646**

COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-20	Dic-19	Mar-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	6.85x	6.36x	7.83x	8.00x	11.44x	16.79x
Deuda Financiera / Pasivo	0.72x	0.76x	0.71x	0.74x	0.72x	0.70x
Deuda Financiera / Patrimonio	4.91x	4.81x	5.58x	5.89x	8.23x	11.71x
Pasivo / Activo	0.87x	0.86x	0.89x	0.89x	0.92x	0.94x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.28x	0.26x	0.32x	0.30x	0.33x	0.33x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.72x	0.74x	0.68x	0.70x	0.67x	0.67x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	7.17x	6.24x	6.26x	6.18x	5.79x	4.29x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	2.01x	2.12x	1.77x	1.87x	1.44x	1.76x
Prueba Ácida[1]	0.83x	0.77x	0.71x	0.76x	0.55x	0,63x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.18x	0.09x	0.10x	0.17x	0.14x	0.13x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US$ Miles)	29,512	29,579	25,506	26,261	15,744	23,543
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	23.94%	21.08%	20.05%	20.96%	20.97%	20.22%
Gastos Financieros / Ingresos	3.16%	2.77%	2.70%	2.86%	2.65%	2.43%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	33	27	27	50	50	46
Rotación de Inventarios (días)	55	39	47	58	59	56
Ciclo de Conversión	80	69	66	34	33	36
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	22.02%	20.69%	20.89%	22.23%	23.14%	23.19%
Margen Operativo	0.24%	3.39%	3.24%	3.55%	4.10%	5.03%
Margen Neto	-1.98%	1.37%	1.23%	1.55%	1.84%	2.53%
ROAA (*)	1.19%	2.71%	2.87%	2.93%	3.84%	5.94%
ROAE (*)	9.85%	21.91%	28.35%	30.68%	55.32%	177.81%
GENERACIÓN						
FCO (US$ Miles)	4,307	8,866	2,299	7,002	17,657	11,303
FCO anualizado (US$ Miles)	10,874	8,866	10,199	7,002	17,657	11,303
EBITDA (US$ Miles)	1,374	12,110	2,933	12,135	13,483	15,163
EBITDA LTM (US$ Miles)	10,551	12,110	11,979	12,135	13,483	15,163
Margen EBITDA	2.76%	5.32%	5.09%	5.51%	5.98%	6.80%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	1.67x	1.92x	1.90x	1.93x	2.26x	2.79x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	1.67x	1.92x	1.90x	1.93x	2.26x	2.79x
EBITDA / Servicio de Deuda incluyendo Relacionada (*)	0.93x	1.07x	1.06x	1.07x	1.23x	1.45x
FCO / Gastos Financieros (*)	1.72x	1.41x	1.62x	1.11x	2.96x	2.08x
FCO / Servicio de Deuda (*)	1.72x	1.41x	1.62x	1.11x	2.96x	2.08x
FCO / Servicio de Deuda (*)	0.96x	0.78x	0.90x	0.62x	1.61x	1.08x

*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*	Calificación Actual	Definición de la Categoría Actual
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (hasta por US$5.0 millones)	*(modificada)* EQL 3+.pa	ML 3+.pa	Regular calidad. Refleja suficiente 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 (hasta por US$20.0 millones)**	*(modificada)* 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.
Programa de Bonos Corporativos (hasta por US$70.0 millones) **Serie D de Bonos Subordinados No Acumulativos (hasta por US$50.0 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 14 de abril de 2020*

Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

Programa de Valores Comerciales Negociables hasta por US$5.0 millones - Resolución CNV 211-09

Programa	
Fecha del Programa:	7 de julio de 2009
Monto en circulación al 31.03.20:	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 – Resolución CNV 269-11

Serie		
Serie (s):	E	F
Monto en circulación al 31.03.20:	US$10.0 millones	US$10.0 millones
Plazo de las Series:	7 años	7 años
Fecha de Emisión:	14 de enero de 2016	14 de enero de 2016
Fecha de Vencimiento:	14 de enero de 2023	14 de enero de 2023
Tasa de Interés:	8.00%	8.00%
Pago de Capital:	Al Vencimiento	
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 – Resolución CNV 269-11

Programa	
Serie (s):	D
Monto en circulación al 31.03.20:	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. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (http://www.moodyslocal.com) donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva, la metodología de calificación respectiva y las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019, así como Estados Financieros Interinos al 31 de marzo de 2019 y 2020 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.

MOODY'S LOCAL