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, 18 de julio de 2022

Señores
LATINEX
Bolsa Latinoamericana de Valores S.A.
Avenida Federico Boyd, Edificio LATINEX
Bella Vista, Panamá

Referencia: Envío de Informe de calificación COCHEZ Y CIA. S.A.
Attn. Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

Con la presente, informamos a LATINEX que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió 18 de julio de 2022 para tratar la Calificación de Instrumentos de COCHEZ Y CIA. S.A.

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:
18 de julio de 2022

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.

Contactos

Leyla Krmelj
VP Senior Credit Officer / Rating Manager
leyla.krmelj@moodys.com

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

Linda Tapia
Analyst
linda.tapia@moodys.com

Nataly Pantigoso
Associate
nataly.pantigoso@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 Series E y F de Bonos Corporativos Rotativos y la categoría BB-.pa a la Serie D de Bonos Subordinados No Acumulativos, todas emitidas bajo el 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, mantiene la categoría BB+.pa a la Serie B emitida bajo el Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US$15.0 millones y ratifica la categoría ML3+.pa al Programa de Valores Comerciales Negociables hasta por US$5.0 millones. Por otro lado, Moody's Local pone bajo presión las categorías de riesgo asignadas, producto del ajuste en los indicadores de solvencia.

Las calificaciones otorgadas se sustentan en el posicionamiento de mercado que mantiene la Compañía a nivel local en el segmento de venta de materiales de construcción y ferretería. También pondera favorablemente las sinergias operativas y acceso a fondeo interno que le brinda el Grupo Económico al cual pertenece la Compañía, así como la experiencia de casi 60 años de los accionistas en el negocio y la trayectoria de su Junta Directiva y Plana Gerencial. Asimismo, pondera favorablemente los adecuados niveles de liquidez y de cobertura que le proporciona 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. Sobre este punto, es importante señalar que, de acuerdo a las proyecciones enviadas por el Emisor, se estima que en los ejercicios 2022 y 2023, las coberturas sobre servicio de deuda (incluyendo el VCN's) tanto con el FCO como con el EBITDA se ajusten de manera importante en niveles inferiores a 1.0x, producto del vencimiento en enero 2023 y abril 2024, de las Series E y F de bonos corporativos por US$10.0 millones cada una, por lo que la Compañía estaría recurriendo a nuevas emisiones bajo un nuevo Programa Rotativo de Bonos Corporativos en proceso de inscripción.

Por otro lado, la calificación asignada a la Serie de Bonos Subordinados 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, plazo que 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.

No obstante lo anterior, al corte de análisis, las calificaciones de Cochez están limitadas y se ponen bajo presión, por 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, siendo relevante indicar que, este último ratio, exhibió un incremento significativo al cierre del ejercicio fiscal 2021, ubicándose en niveles cercanos a 25.0x, desde 5.17x a diciembre 2020, producto de la distribución de dividendos realizada en el mes de junio por US$18.0 millones, equivalente al 100% de las utilidades retenidas al 1 de enero de 2021, lo cual a su vez tuvo un efecto en la estructura del balance de la Compañía, reduciéndose la participación del patrimonio neto sobre los activos totales hasta 3.85%, desde 16.21% en el ejercicio fiscal 2020. Cabe resaltar que, de acuerdo con las proyecciones recibidas, se espera que los niveles de apalancamiento continúen incrementando en el presente ejercicio, producto de las nuevas emisiones por un total de US$14.5 millones, aunado al reparto de dividendos correspondiente al 100% de las utilidades retenidas, esto último toma relevancia considerando el hecho de que la Compañía no cuenta con una política de dividendos establecida, situación que genera inestabilidad a los indicadores de solvencia.

Limita igualmente las calificaciones asignadas, la volatilidad del Flujo de Caja Operativo en los últimos ejercicios, el cual disminuye al cierre del primer trimestre de 2022, ajustando la cobertura que brinda a los gastos financieros y servicio de deuda a niveles inferiores a 1.0x. También se considera el riesgo de refinanciamiento de la Compañía, ante la estructura de las distintas series de Bonos Corporativos y Subordinados (76.0% del total de activos a marzo 2022), los cuales mantienen un esquema de repago de amortización bullet; es decir, amortizarán el 100% del capital en la fecha de vencimiento respectiva de cada serie (2023, 2024, 2028), mientras que los Bonos Subordinados pueden ser redimidos en cualquier momento a partir del año 2016).

Por otro lado, se destaca que, si bien se presentó una recuperación económica en el país, plasmado en el repunte del Producto Interno Bruto (PIB) que presentó un crecimiento interanual de 15.3% en 2021 y 13.6% en el primer trimestre de 2022, todavía existe incertidumbre sobre el tiempo de recuperación de la economía, producto de la elevada tasa de desempleo que continúa por encima de los niveles pre-pandemia. Lo anterior, toma mayor relevancia ante los riesgos inherentes a los que está expuesto Cochez al desenvolverse en el sector retail y construcción, los cuales tienen alta relación con los ciclos económicos. Cabe señalar que, si bien las ventas presentaron una recuperación respecto a la caída del año 2020, las mismas se mantienen por debajo de los niveles pre pandemia, por lo cual la Compañía mantiene el reto de continuar impulsando de manera sostenida sus ventas de manera tal que puedan afrontar el restablecimiento de ciertos gastos administrativos que, producto de la crisis económica, lograron reducirse en un periodo de tiempo.

Moody's Local continuará monitoreando el desempeño de las operaciones y la evolución de los principales indicadores financieros de la Compañía, 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, acompañado de una mejora gradual en la cobertura del Servicio de Deuda tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo.
- 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 y Contable, conducido por el fortalecimiento del capital social que acompañe el crecimiento de la Compañía
- 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-22 - LTM	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Activos (US$/Miles)	118,426	118,300	111,091	115,572	114,528
Ingresos (US$/Miles)	208,804	198,729	142,715	227,578	220,327
EBITDA (US$/Miles)	15,578	15,870	13,017	12,110	12,135
Deuda Financiera / EBITDA	5.79x	5.69x	5.79x	6.24x	6.18x
EBITDA / Gastos Financieros	2.12x	2.25x	2.05x	1.92x	1.93x
FCO / Servicio de la Deuda	0.76x	1.58x	4.31x	1.41x	1.11x

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 marzo de 2022, la Compañía cuenta con 20 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, subsidiaria de CM Business Group, 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 3 de febrero de 2022, Cochez comunicó el cambio de directorio aprobado en la Asamblea Extraordinaria de Accionistas, luego de la renuncia de dos directores el pasado 20 de diciembre de 2021. Se designó a Roberto Motta Stanziola como Director y Tesorero en reemplazo de Felix Motta Stanziola, y a Carlos García de Paredes Motta como Director en reemplazo de Guillermo Henne Motta.

Mediante sesión de Junta Directiva celebrada el 21 de junio de 2021, la Compañía aprobó la distribución de dividendos por US$18,013,112 los cuales fueron pagados al cierre del mes de junio. Así también, resulta relevante indicar que, de acuerdo a proyecciones recibidas, la Compañía estima continuar repartiendo dividendos, cuyo monto dependerá del desempeño de la Empresa y la decisión de la Junta Directiva.

El 11 de mayo de 2021 Cochez comunica el cambio de directorio aprobado en la Asamblea Extraordinaria de Accionistas, mediante la cual se aprobó el nombramiento de tres directores como parte de la Junta Directiva, designando a María Cristina Salazar Icaza, Enrique Gundermann Wylie y Michelle de la Guardia de Obarrio.

Se destaca como hecho de importancia, la Resolución No. SMV 95-21 del 17 de marzo de 2021 que modifica los términos y condiciones de Bonos Corporativos autorizados mediante Resolución CNV No. 211-09 del 7 de julio de 2009. De esta manera, el Regulador resolvió aprobar el cambio en el uso de fondo de los bonos emitido bajo dicha resolución a lo siguiente: "El Emisor utilizará los fondos netos que se obtengan luego de descontar los gastos de la Emisión, para financiar capital de trabajo del Emisor. Por tratarse de una emisión rotativa, corresponderá a la administración del Emisor decidir sobre el uso de los fondos a través de la vigencia del Programa Rotativo, en atención

a las necesidades financieras de la institución, así como también en consideración a los cambios que pudieran darse en relación con a las condiciones financieras del mercado de capitales."

Como hecho de relevancia relacionado al Estado de Emergencia Nacional decretado por el Gobierno de Panamá por la pandemia COVID-19, se resalta que en los últimos meses del 2021 se ha dado la total reapertura de los locales comerciales, así como una recuperación económica en el país, acompañado por un creciente nivel de vacunación, resaltando que, al 23 de junio de 2022, el 72% de la población cuenta con el esquema completo de vacunación, por lo que no se esperan mayores restricciones de movilidad por parte del Gobierno de Panamá (de acuerdo con lo declarado por este último).

Análisis Financiero de Cochez y Compañía, S.A.

Activos y Liquidez

INCREMENTO EN ACTIVOS PRODUCTO DE MAYORES NIVELES DE INVENTARIOS.

Al cierre fiscal 31 de diciembre de 2021, los activos de Cochez incrementaron 6.49% con respecto al ejercicio 2020, como resultado de un aumento importante de 51.16% en inventarios (incluyendo adelanto a compras y mercancía en tránsito), acorde con la recuperación de las ventas post pandemia, aunado a un aumento de 3.20% en las cuentas por cobrar a compañías relacionadas, en especial a Novey. Lo anterior fue parcialmente contrarrestado por el efecto combinado de la disminución de propiedad, planta y equipo (-9.84%) principalmente por la depreciación del activo fijo, el menor saldo de caja y bancos (-12.37%) atribuido al pago de dividendos, y la reducción del saldo de cuentas por cobrar (-30.69%) como resultado de la adecuada gestión de cobranza, una menor demanda de ventas al crédito considerando el bajo dinamismo en el sector construcción, políticas más prudenciales de crédito y el castigo de cuentas malas por US$1.7 millones.

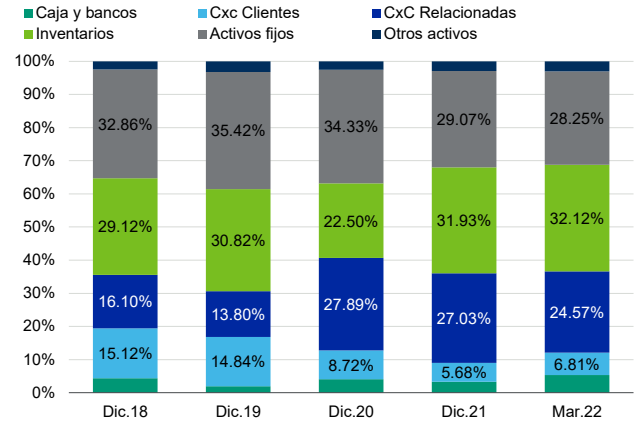
Al 31 de marzo de 2022, los activos aumentan levemente (+0.11%) respecto a lo registrado en diciembre de 2021. Los mayores saldos en caja (+58.44%), cuentas por cobrar (+20.05%) e inventarios (+0.69%), fueron contrarrestados por menores cuentas por cobrar a empresas relacionadas (-9.0%), especialmente Novey, y disminución de la cuenta propiedad, planta y equipo (-2.72%), producto de la depreciación del período.

En cuanto a la antigüedad de las cuentas por cobrar a clientes, al 31 de diciembre de 2021, el 86.73% se encuentra en estado vigente. Del 24.02% restante que mantiene atrasos, el 74.66% es inferior a 90 días. Al cierre de ejercicio de 2021, la Compañía no mantiene provisiones para cuentas de dudoso cobro, producto del castigo de cuentas malas mencionado en el párrafo anterior. Al 31 de marzo de 2022 el 85.47% de las cuentas por cobrar a clientes se encuentra en estado vigente y el 60.73% tiene saldos inferiores a 90 días.

Los indicadores de liquidez de la Compañía, se mantienen en niveles adecuados. El índice de liquidez corriente permanece sin cambios en 1.84x, mientras que el capital de trabajo incrementó a US$22.9 millones, desde US$18.4 millones en diciembre de 2021, producto del aumento en inventarios, según se observa en el gráfico 2. A marzo de 2022, los indicadores de liquidez mejoran debido al efecto combinado de un aumento de 7.87% en los activos corrientes (en especial caja y cuentas por cobrar) y una disminución de 16.86% en los pasivos corrientes (cuentas por pagar).

Gráfico 1

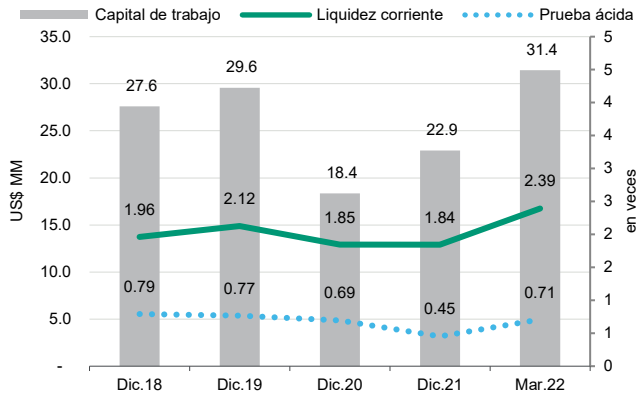
Evolución de la Estructura de Activos



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

AUMENTO IMPORTANTE EN LA PALANCA CONTABLE POR DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS CORRESPONDIENTE AL 100% DE LAS UTILIDADES RETENIDAS AL 1 DE ENERO DE 2022.

Al término del ejercicio 2021, los pasivos de la Compañía incrementaron 22.19% con respecto a diciembre 2020, producto del efecto combinado de la emisión de la Serie B de Bonos corporativos por US$15 millones, y un aumento de 28.17% de las cuentas por pagar a proveedores, en línea con la compra de inventario. El principal pasivo de Cochez lo componen las emisiones de Bonos Corporativos, las cuales financian el 71.85% de los activos a diciembre 2021 (63.01% a diciembre 2020). Al 31 de marzo de 2022 los pasivos de Cochez disminuyen 2.43% con respecto a diciembre 2021, como resultado de una disminución en los niveles de cuentas por pagar y anticipos recibidos de clientes, lo cual fue parcialmente contrarrestado por un aumento en las cuentas por pagar a compañías relacionadas (específicamente CM Realty), la cual obedece a la cesión de una cuenta por pagar que mantenían con un tercero en concepto de alquiler.

Es importante mencionar que todas las emisiones de Bonos Corporativos son *bullet*, por tal motivo amortizan el 100% en la fecha de vencimiento (años 2023 y 2024 y 2028, respectivamente). 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 M en diciembre 2021 con vencimiento el 27 de noviembre de 2022. Es relevante mencionar que, tanto los VCNs, como los Bonos Corporativos y Subordinados cuentan únicamente con el respaldo del patrimonio Emisor (garantía genérica). Asimismo, dichos instrumentos de deuda no cuentan con ningún tipo de resguardo financiero.

El Emisor está en proceso de registrar un nuevo Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US$90 millones y un nuevo Programa de VCNs hasta por US$10 millones. Durante el mes de julio de 2022 el Emisor estima emitir US$13 millones bajo el nuevo Programa de Bonos Corporativos (Serie A) y US$1.5 millones bajo el nuevo Programa de VCNs (Serie A).

El patrimonio neto de Cochez a diciembre 2021 asciende a US$4.6 millones, mostrando una reducción significativa de 74.69% o US$13.4 millones respecto al año previo, como resultado de la distribución de dividendos por US$18.0 millones realizada en el mes de junio de 2021, equivalente al 100% de las utilidades retenidas al 1 de enero de 2021. Como consecuencia de lo anterior, la participación del patrimonio neto sobre el total de activos disminuyó a 3.85%, desde 16.21% a diciembre 2020.

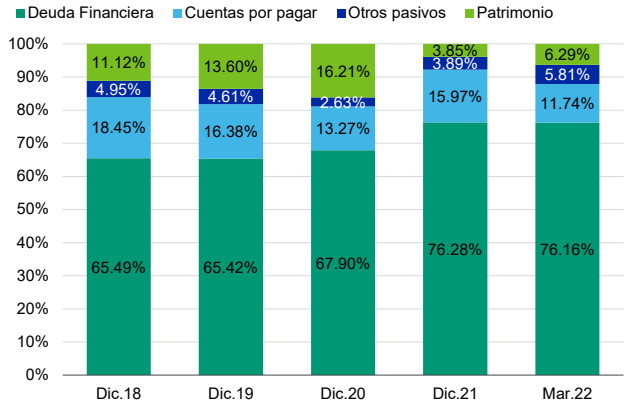
El efecto combinado del aumento en pasivos como consecuencia de la emisión de la Serie B de Bonos Corporativos y la reducción en el patrimonio, producto del pago de dividendos, trajo como resultado un aumento significativo en la Palanca Contable, la cual se ubicó en 24.96x a diciembre 2021, desde 5.17x a diciembre 2020, ubicándose en niveles máximos históricos de los ejercicios fiscales evaluados. A pesar del incremento de la deuda financiera total (+19.65% respecto a diciembre 2020) -producto de la emisión de la Serie B de bonos corporativos en mayo 2021-, la Palanca Financiera mejora levemente a 5.69x, desde 5.79x en diciembre 2020, a raíz de la mayor generación EBITDA del periodo.

Al 31 de marzo de 2022, el patrimonio incrementó 63.34% con respecto al cierre fiscal diciembre 2021, producto de las utilidades generadas en el trimestre. Producto de lo anterior, la palanca contable disminuye a 14.91x, mientras que la palanca financiera incrementó ligeramente a 5,79x producto de una menor generación de EBITDA en el trimestre. Es de señalar que, de acuerdo a las proyecciones recibidas por parte del Emisor, se estima que los niveles de apalancamiento aumenten en el presente ejercicio fiscal, como consecuencia del efecto combinado de las nuevas emisiones de Bonos Corporativos y VCNs por un total de US$14.5 millones y el pago de dividendos programado para el 2022 por US$6.5 millones.

[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

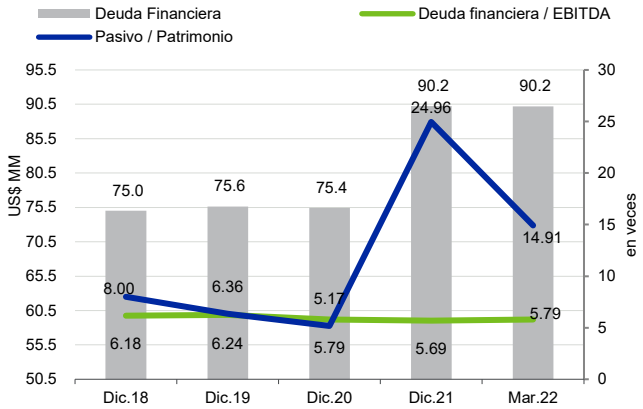
Evolución de la Estructura de Fondeo



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

Gráfico 4

Evolución de los Indicadores de Endeudamiento



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

Rentabilidad y Eficiencia

RECUPERACIÓN EN LAS VENTAS, AUNQUE AÚN POR DEBAJO DE NIVELES PRE PANDEMIA. MEJORA EN MÁRGENES POR MAYORES VENTAS AL CONTADO.

Al término del ejercicio fiscal 2021, la utilidad neta de Cochez incrementó un 63.66% con respecto a la obtenida en el ejercicio previo, producto de mayores ingresos (+39.25%), lo cual obedece al mayor volumen de ventas, en línea con la recuperación económica gradual observada en el año 2021, y en menor medida, por el aumento en el precio de productos. Cabe recordar que para el año 2020 las ventas se vieron afectadas por el cierre temporal de las tiendas (25 de marzo hasta 1 de junio de 2020), restricciones de movilidad, de aforo y toques de queda. Al cierre fiscal 2021, el 70% de las ventas de Cochez fueron al detal (vs. 57% en 2019 pre pandemia), lo cual genera un efecto positivo sobre el margen sobre ventas (23.87% a diciembre 2021 vs. 22.63% en diciembre 2020 y 20.69% en 2019 pre pandemia), considerando que las ventas al por mayor conllevan un menor margen.

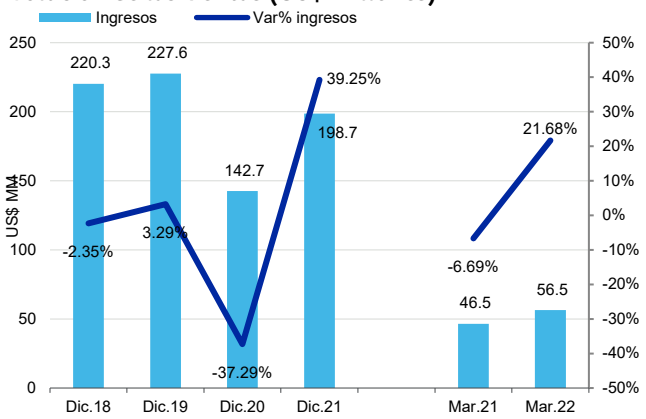
Las mayores ventas fueron suficientes para absorber: i) un incremento en los gastos de administración (+19.52%), asociado mayormente a gastos de reparación y mantenimiento, ante aceleración de remodelaciones de tiendas, mayores gastos de fletes indirectos así como, aumento en alquileres considerando que, durante el año 2020, los cánones de arrendamiento mantuvieron descuentos y/o exoneraciones por parte de los arrendadores y gastos extraordinarios no recurrentes; ii) un incremento en los gastos financieros (+10.95% interanual) en línea con el aumento de la deuda financiera por la emisión de la Serie B de Bonos Corporativos; y iii) una reducción de otros ingresos operativos (-35.42% interanual) que incorporan ingresos por servicios prestados en tiendas asociado a promociones de productos de proveedores; iv) el castigo de cuentas malas por US$1.3 millones.

El aumento en utilidades conllevó a una mejora en los indicadores de rentabilidad ROAA y ROAE, los cuales se ubicaron en 3.44% y 35.01%, respectivamente, muy por encima de lo reportado en diciembre 2020 (2.13% y 14.32%, respectivamente) y de los periodos pre-pandemia (2.71% y 21.91%, respectivamente en diciembre 2019).

Cochez reporta un incremento de 21.68% en las ventas al primer trimestre de 2022, sin embargo, el margen bruto disminuyó a 23.37%, desde 23.87% a diciembre de 2021, producto de un aumento de 25.92% en el costo de ventas. La disminución en el margen bruto, aunada a mayores gastos administrativos (+20.81%), en especial de personal, y a un incremento de 18.13% en los gastos financieros atribuido a la emisión de Bonos por US$15 millones realizada en mayo del 2021, trajo como resultado una disminución de 6.05% en la utilidad neta del trimestre (US$2.9 millones vs. US$3.1 millones a marzo 2021). Producto de lo anterior, los indicadores de rentabilidad ROAA y ROAE disminuyen a 3.23x y 26.39x respectivamente.

Gráfico 5

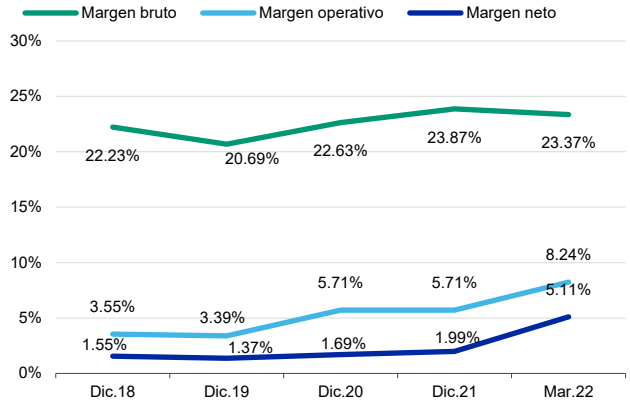
Evolución de las Ventas (US$ millones)



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

MENOR FCO POR ADQUISICIÓN DE INVENTARIOS Y MAYOR SERVICIO DE DEUDA POR EMISIÓN DE SERIE B IMPACTA LAS COBERTURAS DEL SERVICIO DE DEUDA.

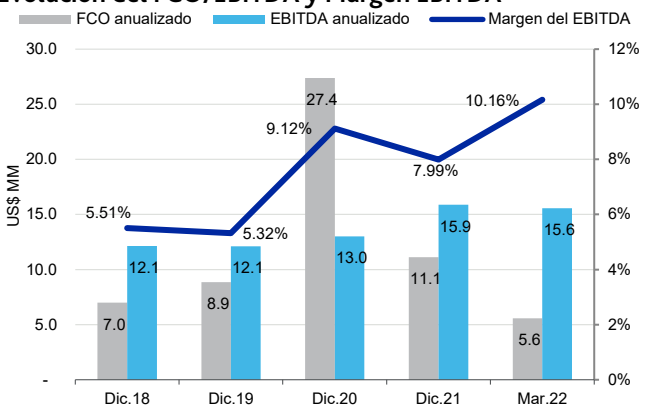
La generación de la Compañía, medida a través del EBITDA, incrementó 21.92% con respecto a diciembre 2020, asociado a la mayor utilidad operativa registrada (+39.25%), lo que se tradujo en una mejora en la cobertura sobre los gastos financieros y el servicio de deuda, situándose ambos en 2.25x (2.05x a diciembre 2020). Por otro lado, la generación de flujo de caja operativo (FCO), al cierre fiscal 2021 disminuyó a US$11.1 millones, desde US$27.4 millones a diciembre 2020, atribuido a la adquisición de inventarios. En consecuencia, las coberturas con FCO sobre los gastos financieros y servicio de deuda disminuyeron a 1.58x (4.31x al 31 de diciembre de 2020).

Cochez reporta FCO negativo durante el primer trimestre de 2022, producto de la compra de inventario, mientras que el EBITDA disminuye 4.85% debido al aumento en costos y gastos operativos. En consecuencia, los indicadores de cobertura, tanto con el EBITDA como con el FCO disminuyen, este último ubicándose en niveles inferiores a 1.0x. De incorporar la Serie M de VCN's por US$5.0 millones dentro del servicio de deuda, la cobertura con EBITDA se ubicaría en 1.26x, mientras que con el FCO se ubicaría en niveles inferiores a 1.0x, tanto a diciembre 2021, como a marzo 2022.

Resulta relevante indicar que, de acuerdo con las proyecciones actualizadas enviadas por la Compañía, se estima que las coberturas tanto con el EBITDA, como con el FCO se mantengan por debajo de 1.0x para el período 2022-2023, producto del vencimiento de las Series E y F de Bonos Corporativos por US$10 millones, respectivamente. Se espera que ambas Series sean refinanciadas mediante la emisión de las Series B y C del nuevo Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US$90 millones.

Gráfico 7

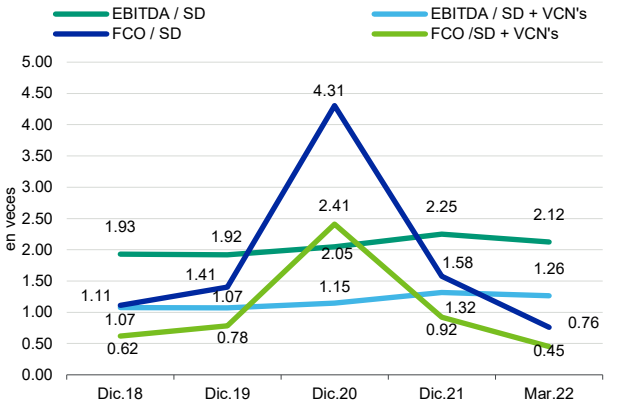
Evolución del FCO/EBITDA y Margen EBITDA



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-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
TOTAL ACTIVO	**118,426**	**118,300**	**114,545**	**111,091**	**115,572**	**114,528**
Caja y Bancos	6,256	3,948	8,195	4,506	2,250	4,984
Cuentas por Cobrar Clientes, Netas	8,064	6,717	9,593	9,692	17,153	17,319
Inventario de Mercancía	33,979	32,801	23,689	22,998	31,733	27,337
Adelantos a Compras	2,721	1,985	1,282	1,270	2,619	4,813
Activo Corriente	**54,013**	**50,071**	**44,671**	**40,069**	**55,880**	**56,371**
Propiedades, planta y equipo, neto	33,454	34,390	37,175	38,141	40,939	37,631
Cuentas entre empresas relacionadas	29,095	31,971	30,844	30,981	15,952	18,442
Activos por derecho a uso, neto	198	243	380	426	608	**0**
Activo No Corriente	**64,413**	**68,229**	**69,874**	**71,021**	**59,692**	**58,157**
TOTAL PASIVO	**110,982**	**113,743**	**93,468**	**93,086**	**99,859**	**101,798**
Valores Comerciales Negociables	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
Cuentas por pagar proveedores	13,900	18,892	14,085	14,740	18,928	22,475
Pasivo Corriente	**22,578**	**27,157**	**21,987**	**21,710**	**26,301**	**30,110**
Bonos Corporativos por pagar	85,000	85,000	70,000	70,000	70,000	70,000
Cuentas por Pagar Empresa Relacionada	2,261	422	268	129	1,312	5
Pasivos por arrendamiento	198	243	380	426	608	0
Pasivo No Corriente	**88,404**	**86,586**	**71,480**	**71,376**	**73,558**	**71,687**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**7,444**	**4,557**	**21,078**	**18,005**	**15,713**	**12,731**
Capital Social	800	800	800	800	800	800
Utilidades no Distribuidas	6,644	3,757	20,278	17,205	14,913	11,931

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Ingresos por Ventas	**56,539**	**198,729**	**46,464**	142,715	227,578	220.327
Costos Operativos	(43,328)	(151,287)	(34,408)	(110,417)	(180,498)	(171.342)
Resultado Bruto	**13,211**	**47,442**	**12,057**	**32,298**	**47,080**	**48.985**
Gastos Generales y Administrativos	(9,843)	(39,537)	(8,147)	(33,080)	(47,971)	(46.184)
Otros Ingresos Operativos	2,553	9,251	2,130	14,324	13,651	10.138
Resultado Operativo	**4,658**	**11,348**	**4,884**	**8,150**	**7,713**	**7.818**
Gastos Financieros	(1,832)	(7,055)	(1,551)	(6,358)	(6,310)	(6.296)
Otros Ingresos	548	868	259	1,744	2,654	2.932
Resultado Antes del Impuesto a la Renta	**3,393**	**5,244**	**3,612**	**3,201**	**4,125**	**4.522**
Impuesto a la Renta, Neto	(506)	(1,294)	(539)	(788)	(1,010)	(1.114)
Resultado Neto	**2,887**	**3,950**	**3,073**	**2,413**	**3,116**	**3.408**

COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	14.91x	24.96x	4.43x	5.17x	6.36x	8.00x
Deuda Financiera / Pasivo	0.81x	0.79x	0.81x	0.81x	0.76x	0.74x
Deuda Financiera / Patrimonio	12.12x	19.80x	3.58x	4.19x	4.81x	5.89x
Pasivo / Activo	0.94x	0.96x	0.82x	0.84x	0.86x	0.89x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.20x	0.24x	0.24x	0.23x	0.26x	0.30x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.80x	0.76x	0.76x	0.77x	0.74x	0.70x
Deuda Financiera / EBITDA	5.79x	5.69x	3.77x	5.79x	6.24x	6.18x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	2.39x	1.84x	2.03x	1.85x	2.12x	1.87x
Prueba Ácida[1]	0.71x	0.45x	0.86x	0.69x	0.77x	0.76x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.28x	0.15x	0.37x	0.21x	0.09x	0.17x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US$ Miles)	31,435	22,914	22,684	18,360	29,579	26,261
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	17.41%	19.90%	17.53%	23.18%	21.08%	20.96%
Gastos Financieros / Ingresos	3.24%	3.55%	3.34%	4.46%	2.77%	2.86%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	14	15	26	34	27	26
Rotación de Cuentas por pagar (días)	28	38	47	60	40	50
Rotación de Inventarios (días)	66	75	78	99	69	58
Ciclo de Conversión	52	52	57	73	69	34
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	23.37%	23.87%	25.95%	22.63%	20.69%	22.23%
Margen Operativo	8.24%	5.71%	10.51%	5.71%	3.39%	3.55%
Margen Neto	5.11%	1.99%	6.61%	1.69%	1.37%	1.55%
ROAA	3.23%	3.44%	5.50%	2.13%	2.71%	2.93%
ROAE	26.39%	35.01%	35.47%	14.32%	21.91%	30.68%
GENERACIÓN						
FCO (US$ Miles)	(381)	11,112	5,159	27,373	8,866	7,002
FCO anualizado (US$ Miles)	5,572	11,112	28,225	27,373	8,866	7,002
EBITDA (US$ Miles)	5,746	15,870	6,039	13,017	12,110	12,135
EBITDA LTM (US$ Miles)	15,578	15,870	20,012	13,017	12,110	12,135
Margen EBITDA	10.16%	7.99%	13.00%	9.12%	5.32%	5.51%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros	2.12x	2.25x	2.53x	2.05x	1.92x	1.93x
EBITDA / Servicio de Deuda	2.12x	2.25x	2.53x	2.05x	1.92x	1.93x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	1.26x	1.32x	1.55x	1.15x	1.07x	1.07x
FCO / Gastos Financieros	0.76x	1.58x	3.57x	4.31x	1.41x	1.11x
FCO / Servicio de Deuda	0.76x	1.58x	3.57x	4.31x	1.41x	1.11x
FCO / Servicio de Deuda (*)	0.45x	0.92x	2.19x	2.41x	0.78x	0.62x

*Servicio de Deuda incluye VCN's.

[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 (30.09.21)*	Calificación Actual (31.12.21 y 31.03.22)	Definición de la Categoría Actual
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (hasta por US$5.0 millones)	ML 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)**	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.
Programa de Bonos Corporativos Rotativos (hasta por US$15,0 millones) **Serie B de Bonos Corporativos Rotativos (hasta por US$15 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 17 de febrero de 2022*

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 31.03.22:	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:	2.25%
Serie vigente/en circulación:	Serie M
Vencimiento Serie:	27 de noviembre de 2022
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 31.03.22:	US$10.0 millones	US$10.0 millones
Plazo de las Series:	7 años	7 años
Fecha de Emisión:	14 de enero de 2016	21 de abril de 2017
Fecha de Vencimiento:	14 de enero de 2023	21 de abril de 2024
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

Serie	
Serie (s):	D
Monto en circulación al 31.03.22:	US$50.0 millones
Plazo de la Serie:	99 años
Fecha de Emisión:	8 de septiembre de 2011
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.

Programa de Bonos Corporativos hasta por US$15.0 millones – Resolución CNV 211-09 modificada mediante Resolución SMV No. 95-21

Serie	
Serie (s):	B
Monto en circulación al 31.03.22:	US$15 millones
Plazo de la Serie:	7 años
Fecha de emisión	14 de mayo de 2021
Vencimiento:	14 de mayo de 2028
Tasa de Interés:	8.00%
Pago de Intereses:	Trimestralmente
Pago de Capital:	Al vencimiento
Redención anticipada:	El Emisor tendrá la opción de redimir anticipadamente todos o parte de los bonos en cualquier momento
Respaldo:	No aplica. Esta oferta está respaldada por el crédito general del Emisor.

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 puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva, 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 2018, 2019, 2020 y 2021 de Cochez y Compañía, S.A, así como Estados Financieros Intermedios al 31 de marzo de 2021 y 2022 y la documentación respectiva sobre el Programa de Bonos Corporativos y los Suplementos de las Series emitidas. Moody's Local comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. 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.

© 2022 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 JPY100.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.
Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

MOODY'S LOCAL