COCHEZ Y CÍA, S.A.

COMUNICADO PÚBLICO DE HECHO DE IMPORTANCIA

En cumplimiento a lo dispuesto por el Acuerdo No. 2-2010 y sus modificaciones y Acuerdo 3-2008, artículo 5 de la SMV, comunicamos la publicación de un informe de calificación, con fecha de 15 de agosto de 2023, donde Moody´s Local ratifica la categoría BB.pa a la Serie F de Bonos Corporativos Rotativos y la categoría B.pa a la Serie D de Bonos Subordinados No Acumulativos, amabas emitidas bajo el Programa de Bonos Corporativos y Subordinados de hasta US$70.0 millones, de Cochez y Compañía S.A. Del mismo modo, ratifica la categoría BB.pa a la Serie B, emitida bajo el Programa de Bonos Corporativos de hasta US$15.O millones, y a las Series A, B y C emitidas bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos de hasta US$90.0 millones. Al mismo tiempo, ratifica la categoría ML B.pa al Programa de Valores Comerciales Negociables (VCNs), de hasta US$5.0 millones y al Programa Rotativo de VCNs, de hasta US$10 millones.

Ciudad de Panamá, 15 de agosto de 2023

Arturo Cochez Maduro
Presidente

MOODY'S LOCAL | Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
15 de agosto de 2023

Actualización

CALIFICACIÓN*

Cochez y Compañía, S.A.

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	BB.pa
Bonos Subordinados	B.pa
Valores Comerciales Negociables	ML B.pa
Perspectiva	Estable

(*) 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
Ratings Manager ML
Leyla.Krmelj@moodys.com

Juan Carlos Alcalde
Director – Credit Analyst ML
Juancarlos.Alcalde@moodys.com

Fernando Cáceres
Associate Director – Credit Analyst ML
Fernando.Caceres@moodys.com

Jesús D. Castro
Credit Analyst ML
Jesus.Castro@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Cochez y Compañía, S.A.

Resumen

Moody's Local ratifica la categoría BB.pa a la Serie F de Bonos Corporativos Rotativos y la categoría B.pa a la Serie D de Bonos Subordinados No Acumulativos, ambas emitidas bajo el Programa de Bonos Corporativos y Subordinados de hasta US$70.0 millones, de Cochez y Compañía S.A. (en adelante, Cochez o la Compañía). Del mismo modo, ratifica la categoría BB.pa a la Serie B, emitida bajo el Programa de Bonos Corporativos Rotativos de hasta US$15.0 millones, y a las Series A, B y C emitidas bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos de hasta US$90.0 millones. Al mismo tiempo, ratifica la categoría ML B.pa al Programa de Valores Comerciales Negociables (VCNs), de hasta US$5.0 millones, y al Programa Rotativo de VCNs, de hasta US$10.0 millones. La perspectiva se mantiene Estable.

Las calificaciones consideran de manera favorable el posicionamiento de mercado que mantiene Cochez a nivel local en el segmento de venta de materiales de construcción y ferretería. Asimismo, aporta de manera positiva a la calificación las sinergias operativas y acceso a fondeo interno que le brinda el Grupo Económico al cual pertenece; además de la experiencia de casi 60 años de los accionistas en el negocio y la trayectoria de su Junta Directiva y Plana Gerencial.

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 considera 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.

Sin perjuicio a lo mencionado anteriormente, limita la calificación los elevados niveles de Palanca Contable (Pasivo/Patrimonio) y Financiera (Deuda Financiera/EBITDA LTM) que la Compañía viene registrando desde evaluaciones anteriores. A esto se suma la activa distribución de dividendos que ha venido afectando la estructura del balance (considerando además que el Emisor no cuenta con una política de distribución de dividendos establecida), haciendo que la Compañía haya venido operando con un patrimonio muy reducido.

Por otro lado, al cierre del ejercicio 2022, la Compañía reportó un patrimonio negativo, situación que recoge la declaración de dividendos por US$8.8 millones en el año, sumado al registro de pérdidas contra el patrimonio que se generaron producto de un ajuste contable registrado como un egreso por US$6.9 millones (correspondiente a los años 2019, 2020 y 2021), los cuales fueron realizados por el nuevo auditor de la Compañía y están principalmente asociados a un cambio en la implementación de la NIIF-16 de Arrendamientos. En línea con esto, Cochez también reportó un incremento significativo en los activos por derecho de uso y en los pasivos por arrendamiento que ajustó ciertas métricas de solvencia.

La decisión de mantener la perspectiva Estable recoge el hecho que las categorías de calificación asignadas ya contemplan débiles indicadores de solvencia. Por otro lado, a pesar del cambio contable y el déficit patrimonial registrado, el negocio se mantiene en marcha y en crecimiento, lo cual se ha

visto plasmado en un aumento de los ingresos durante el 2022. Adicionalmente, según lo explicado por la Gerencia, el acceso al crédito que mantiene la Compañía no se habría visto afectado producto de lo anterior. No obstante, Moody´s Local considera este déficit patrimonial como un tema relevante de seguimiento.

Limita igualmente las calificaciones asignadas, la volatilidad del Flujo de Caja Operativo en los últimos ejercicios, el cual, si bien fue positivo al cierre del 2022, desmejoró respecto al reportado en 2021 por el aumento de las cuentas por cobrar a relacionadas producto de un manejo centralizado de la liquidez del Grupo. Adicionalmente, la Compañía está expuesta a un riesgo de refinanciamiento, dada la estructura de las distintas Series de Bonos Corporativos y Bonos Subordinados emitidas mantienen un esquema de amortización *bullet*. No obstante, lo anterior está parcialmente mitigado con el hecho de que la relacionada IG sea la tenedora de la totalidad de los Bonos emitidos por Cochez.

Por otro lado, se observan los riesgos inherentes a los que está expuesta la Compañía al desenvolverse en el sector *retail* y depender, en parte, del sector construcción, los cuales tienen una alta correlación con los ciclos económicos. Cabe señalar que si bien las ventas presentaron una recuperación en 2022, las mismas aún se mantienen por debajo de los niveles pre-pandemia y, a marzo de 2023, muestran una ligera desaceleración, principalmente en el segmento de ventas al detal.

Moody's Local continuará monitoreando el desempeño de las operaciones y la evolución de los principales indicadores financieros de la Compañía, poniendo especial atención en la recuperación del patrimonio e indicadores de solvencia, comunicando oportunamente al mercado cualquier variación en la percepción del riesgo.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- Aumento sostenido 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.
- Mejora significativa en los indicadores de solvencia de la Compañía.
- Fortalecimiento significativo del patrimonio y del capital social, revirtiendo el déficit patrimonial.
- Establecimiento de Políticas de Buen Gobierno Corporativo dentro de la Compañía.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- Deterioro en los indicadores de solvencia respecto de lo exhibido al corte de análisis, incumpliendo a su vez con lo señalado en las proyecciones remitidas.
- Desaceleración de la economía panameña que afecte el crecimiento del sector construcción, impactando de manera negativa en la generación de la Compañía.
- Disminución en los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda, tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo.
- Incremento en las Cuentas por Cobrar a Relacionadas para financiar CAPEX y/o capital de trabajo a otras empresas del Grupo, que impacten significativamente en los niveles de liquidez de la Compañía.
- Redención anticipada de la Serie de Bonos Subordinados que impacte de forma negativa en la liquidez de la Compañía.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- Ninguna.

Indicadores Clave

Tabla 1
COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

	Mar-23 LTM	Dic-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Activos (US$/Miles)	177,871	168,088	118,300	111,091	115,572
Ingresos (US$/Miles)	208,876	211,351	198,729	142,715	227,578
EBITDA (US$/Miles)	23,964	23,667	15,870	13,017	12,110
Deuda Financiera / EBITDA	6.52x	6.47x	5.69x	5.79x	6.24x
EBITDA / Gastos Financieros	2.21x	2.38x	2.25x	2.05x	1.92x
FCO / Servicio de la Deuda	0.83x	0.33x	1.58x	4.31x	1.41x

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 2023, 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, Maderas (maderas sólidas, tableros de MDF, tableros aglomerados, *plywood*), Grifería y Ambientes de Baños, Línea Blanca, entre otros.

La Compañía es subsidiaria al 100% de CM Business Group, S.A. y 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 adquirió el 100% de las operaciones de Geo F. Novey Inc., empresa dedicada a la venta de productos de construcción, para la industria, agricultura, hogar, electrométricos, entre otras líneas de negocio. 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

En mayo de 2023, se comunicó mediante un Hecho Relevante que la Compañía presentó una pérdida neta en el período por ajustes contables no recurrentes (principalmente asociados a la NIIF-16-Arrendamientos), lo cual generó una disminución en las utilidades no distribuidas hasta agotarlas y presentar un déficit acumulado. Se indicó además que la Compañía generó utilidad operativa en los períodos anteriores, así como flujos de caja necesarios para cubrir todas sus obligaciones. Se comunicó además que, al ser una subsidiaria al 100% de CM Business Group, la Compañía cuenta con el respaldo económico para garantizar su solvencia económica en todo momento.

El 30 de marzo de 2023 se comunicó como Hecho Relevante, que Cochez solicitó de manera formal una extensión para presentar el Reporte IN-A que contiene los Estados Financieros Auditados de 2022. Según lo comunicado, esta situación extraordinaria obedeció al cambio del sistema contable (ERP) que sufrió retrasos en su implementación lo que dilató la validación de información, sumado al cambio de auditores externos.

En enero de 2023, se emitió la Serie B por US$10.0 millones y la Serie C por US$5.8 millones, ambas del Programa de Bonos Corporativos (hasta por US$90.0 millones) y se redimió la Serie E por US$10.0 millones del Programa de Bonos Corporativos (hasta por US$70.0 millones).

El 21 de diciembre de 2022, Cochez comunicó como Hecho Relevante el cambio de los auditores externos, siendo la nueva firma auditora Pricewaterhouse Coopers, S.A. en reemplazo de Barreto y Asociados.

El 7 de septiembre de 2022 se emitió la Serie A por US$1.5 millones del Programa de VCNs (hasta por US$10.0 millones) a un año, con tasa de 3.50%. Asimismo, el 7 de septiembre de 2022, se emitió la Serie A por US$13.0 millones del Programa de Bonos (hasta por US$90.0 millones) a 10 años, amortización *bullet,* con tasa de 9.00%. Posteriormente, el 29 de noviembre de 2022, se emitió la Serie N por US$5.0 millones del Programa de VCNs (hasta por US$5.0 millones) a un año, con tasa de 6.00% (reemplazó la serie M por el mismo monto cuya tasa era de 2.25%).

Análisis Financiero de Cochez y Compañía, S.A.

Los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2022 fueron auditados por PricewaterhouseCoopers Panamá, presentando una opinión calificada. La base de la opinión calificada se sustenta en los ajustes por US$6.9 millones registrados como otros egresos en 2022 y que corresponden a períodos anteriores (US$2.7 millones a 2021 y US$4.2 millones a años anteriores). De haberse reconocido estos ajustes en períodos anteriores, los otros egresos y la pérdida del año 2022 hubiesen disminuido por US$6.9 millones y la ganancia neta del 2021 hubiese disminuido por US$2.7 millones, y las utilidades no distribuidas al inicio de 2022 hubiesen disminuido por US$6.9 millones. Se indicó además, que dado que fueron contratados el 15 de noviembre de 2022, no observaron el conteo de los inventarios físicos a inicio de año.

Activos y Liquidez

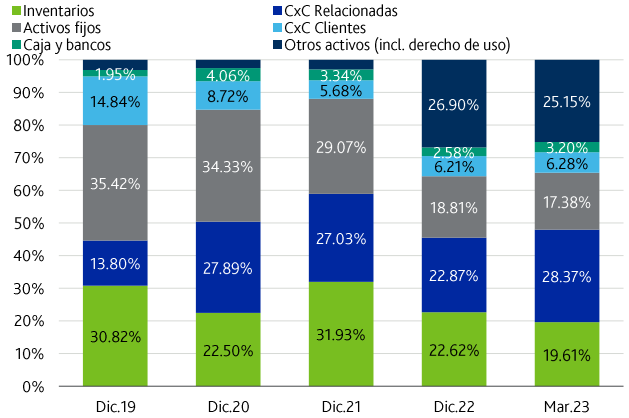
IMPORTANTE AUMENTO EN LOS ACTIVOS TOTALES, PRINCIPALMENTE POR CRECIMIENTO EN LOS ACTIVOS POR DERECHO DE USO. INDICADORES DE LIQUIDEZ SE MANTIENEN EN NIVELES ADECUADOS.

Al 31 de diciembre de 2022, los activos de Cochez ascendieron a US$168.1 millones, mostrando un aumento de 42.09% con respecto al ejercicio 2021, explicado principalmente por el incremento anual de los activos por derecho de uso (+US$40.0 millones). Este importante incremento, y su contrapartida en pasivos por arrendamiento, se debe a la revisión de los contratos de arrendamiento y otras estimaciones contables clave de la Compañía, principalmente relacionados la aplicación de la NIIF-16-Arrendamientos, por parte de los nuevos auditores de Cochez. Al mismo tiempo, contribuyó al crecimiento de los activos, el mayor saldo de las cuentas por cobrar a compañías relacionadas, en especial a Novey (US$38.4 millones vs. US$32.0 millones a diciembre 2021), asociado al manejo de una tesorería centralizada a nivel del grupo. Del mismo modo, si bien se reportó un mayor saldo en las cuentas por cobrar a clientes, su rotación (en días) no mostró variación, en línea con el mayor nivel de ingresos generados. Lo anterior fue parcialmente contrarrestado una disminución en propiedad, planta y equipo por la depreciación. En relación al índice de liquidez corriente, este presentó un retroceso al ubicarse en 1.27x (vs. 1.84x a diciembre 2021), mientras que el capital de trabajo también se contrajo en el mismo período, esto por el incremento de la porción corriente de deuda a largo plazo por el vencimiento de la Serie E de bonos corporativos en enero de 2023.

Al 31 de marzo de 2023, los activos registraron un incremento de US$9.8 millones (+5.82%) respecto a diciembre de 2022, principalmente por crecimiento de las cuentas por cobrar a relacionadas (principalmente a Novey), lo cual fue compensado por un ajuste en los niveles de inventario y menores saldos de activos fijos y derecho de uso por su depreciación regular. En cuanto a los indicadores de liquidez, al primer trimestre del año presentaron una mejora, principalmente debido al refinanciamiento de la Serie de bonos mencionada en el párrafo anterior mediante la emisión de una nueva Serie a largo plazo.

Gráfico 1

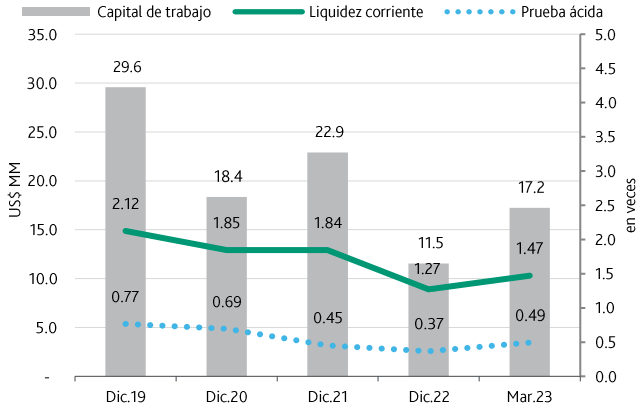
Evolución de la Estructura de Activos



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

AGRESIVA DECLARACIÓN DE DIVIDENDOS Y PÉRDIDAS DEL PERIODO POR EGRESOS NO RECURRENTES IMPACTARON NEGATIVAMENTE EL PATRIMONIO CONLLEVANDO A UN DÉFICIT PATRIMONIAL. PALANCA CONTABLE SE MANTIENE EN NIVELES ELEVADOS.

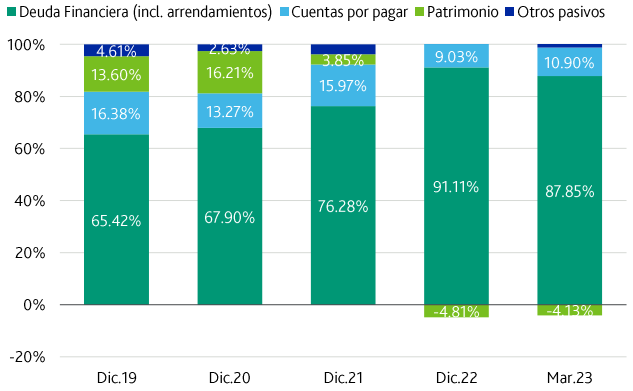
Al 31 de diciembre de 2022, los pasivos de la compañía ascendieron a US$176.2 millones, un incremento de 54.89% frente al cierre de 2021, por un efecto combinado de: i) mayor saldo de pasivos por arrendamiento (+US$41.6 millones frente al cierre de 2021) en línea con el criterio aplicado por el nuevo auditor en relación a los arrendamientos; ii) la emisión de la Serie A de VCNs por US$1.5 millones y la Serie A de Bonos Corporativos por US$13.0 millones, ambas realizadas en septiembre de 2022; y, iii) mayores cuentas por pagar a accionistas (US$2.1 millones a diciembre 2022), asociado a los dividendos declarados en el 2022. Al mismo corte, la principal fuente de fondeo de Cochez proviene de las emisiones de Bonos, las cuales financian el 59.44% de los activos (71.85% a diciembre 2021), siendo importante mencionar que la empresa relacionada IG es tenedora de los bonos y VCN's emitidos por Cochez. Por otro lado, el patrimonio neto a diciembre 2022 registró un saldo negativo (-US$8.1 millones) como resultado de la intensiva distribución de dividendos (se declararon dividendos por US8.8 millones en 2022); así como por las pérdidas netas registradas durante el ejercicio (-US$3.8 millones) por un ajuste contable no recurrente de US$6.9 millones correspondiente a períodos anteriores.

Al primer trimestre de 2023, los pasivos de Cochez incrementaron en 5.13 % con respecto a diciembre 2022, producto de la emisión de la Serie C de bonos por US$5.8 millones y la Serie B de bonos por US$10.0 millones (esta última emitida para refinanciar el vencimiento en enero de 2023 de otra Serie por el mismo monto), ambas con vencimiento en 2033. Por otro lado, también contribuyó al crecimiento de los pasivos, el mayor nivel de las cuentas por pagar comerciales (+27.79% trimestral), en especial de proveedores locales, relacionado a mayores compras de mercadería con el motivo de realizar apuestas en categorías con marcas nuevas. Al 31 de marzo de 2023, el

patrimonio neto aún se encontró en terreno negativo (-US$7.4 millones); no obstante, los resultados del primer trimestre (US$0.7 millones) permitieron mejorar ligeramente sus niveles.

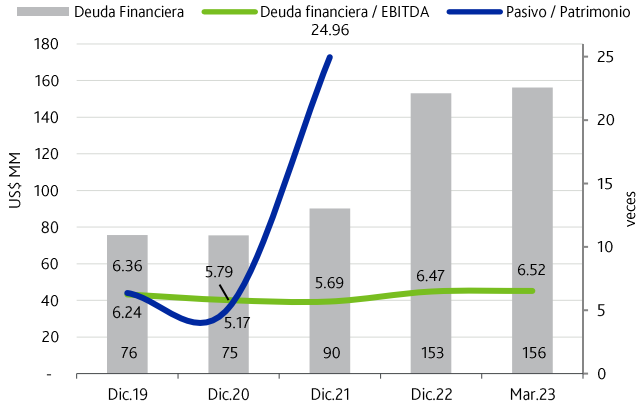
En cuanto a los indicadores de solvencia, la Palanca Financiera (Deuda Financiera / EBITDA LTM) mostró un aumento al ubicarse en 6.47x a diciembre 2022 (vs. 5.69x a diciembre 2021x) como resultado del incremento en la Deuda Financiera a raíz de las nuevas emisiones durante el 2022; así como el mayor saldo por Pasivos por Arrendamiento. Al primer trimestre de 2023, la Palanca Financiera no mostró una variación significativa.

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

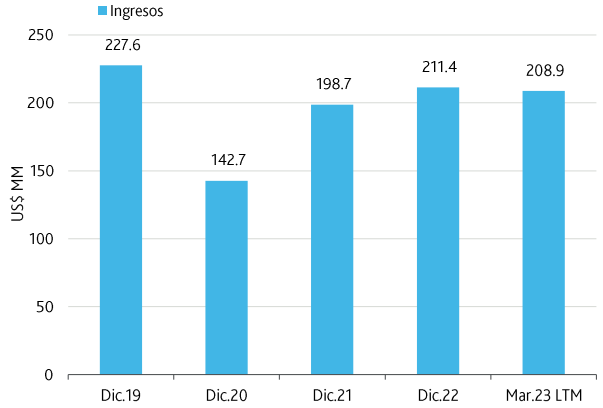
OTROS EGRESOS NO RECURRENTES POR AJUSTES CONTABLES DE AÑOS ANTERIORES INCIDIERON NEGATIVAMENTE EN LOS RESULTADOS NETOS DEL EJERCICIO 2022, SIN EMBARGO LAS VENTAS Y UTILIDAD OPERATIVA SE MANTUVO EN CRECIMIENTO.

Al 31 de diciembre de 2022, la Compañía registró una pérdida neta de US$3.8 millones, a diferencia del año 2021 en el cual reportó utilidades de US$4.0 millones, producto del registro de Otros Egresos no recurrentes por US$6.9 millones, relacionados al ajuste realizado por parte de los nuevos auditores, principalmente por el cambio en la aplicación de la NIIF-16 (y, en menor medida, por provisiones por vacaciones vencidas y reservas para cuentas por cobrar), correspondientes a los ejercicios 2021 (US$2.7 millones) y años anteriores (US$4.2 millones).

Cabe mencionar que, al término del ejercicio fiscal 2022, las ventas de Cochez crecieron en 6.35% con respecto a 2021, principalmente producto de la mejor performance de las ventas al por mayor al sector construcción, asociada a la reactivación económica de Panamá post pandemia. No obstante, es de mencionar el menor margen bruto generado, explicado a un cambio en el mix de ingresos, al ajustarse las ventas al detal, considerando que éstas conllevan un mayor margen, sumado a de mayores presiones en los costos de ventas por los problemas globales en las cadenas de suministros. Cabe resaltar que los Estados Financieros de 2022 no son directamente comparables a los del año anterior, dado que los gastos de alquiler (reportados anteriormente como gastos operativos), en 2022 se registran aplicando la NIIF-16 y se registran como una depreciación de derecho de uso y gastos financieros por derecho de uso, lo cual explica el ajuste en los gastos y el aumento de la depreciación en 2022. En relación al resultado operativo, este presentó un incremento anual respecto a 2021, mientras que los gastos financieros se incrementaron anualmente en 40.91%, producto del mayor saldo de deuda financiera durante el 2022 como consecuencia de las emisiones realizadas, sumado al cambio contable y registro de los intereses por derecho de uso.

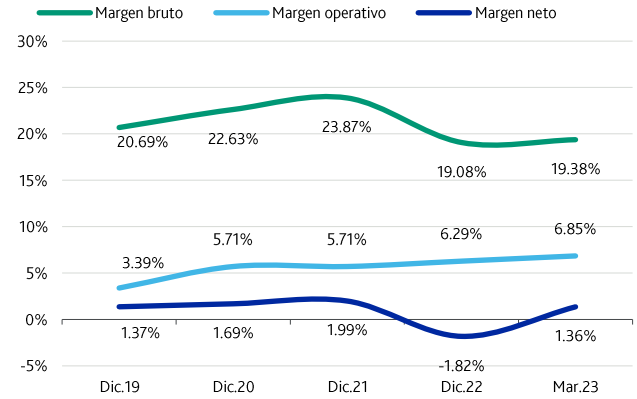
Al primer trimestre del 2023, Cochez reportó una reducción interanual de 4.38% en las ventas 2022, generado por la contracción de las ventas al detal, compensadas parcialmente por un incremento en las ventas a contratistas. Como consecuencia de esto, a marzo de 2023, la Compañía registró un retroceso en el margen bruto y operativo. Por otro lado, los gastos financieros incrementaron interanualmente en 49.91% por la mayor deuda y el registro del gasto de intereses por derecho de uso. Todo lo mencionado anteriormente, conllevó a que al cierre del primer trimestre de 2023, Cochez registre una utilidad de US$0.7 millones, inferior a la utilidad registrada al mismo corte en el año anterior (US$2.9 millones).

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

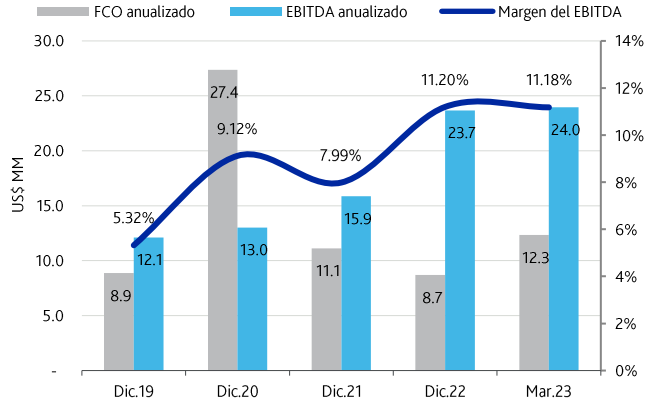
Generación y Capacidad de Pago

INDICADORES DE COBERTURA MEJORARON A MARZO 2023 POR EL REFINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO DE UNA SERIE DE BONOS

La generación de la Compañía, medida a través del EBITDA, incrementó 49.13% con respecto a diciembre 2021, asociado a la mayor utilidad operativa registrada, la cual conllevó a una ligera mejora en los niveles de cobertura sobre los gastos financieros, situándose en 2.38x (vs. 2.25x a diciembre 2021). Por otro lado, la cobertura sobre el servicio de deuda retrocedió a 0.89x, producto del registro de la Serie E de bonos corporativos por US$10.0 millones en la porción corriente de la deuda a largo plazo debido a su vencimiento en enero 2023. En relación a la generación de flujo de caja operativo (FCO), al cierre fiscal 2022 mostró un ajuste respecto a 2021, atribuido principalmente al crecimiento de las cuentas por cobrar comerciales y a empresas relacionadas, sumado a mayores pagos a proveedores. En consecuencia, las coberturas con FCO sobre los gastos financieros y servicio de deuda (el cual incluye el vencimiento de la Serie E mencionado anteriormente) retrocedieron respecto a las reportadas en 2021.

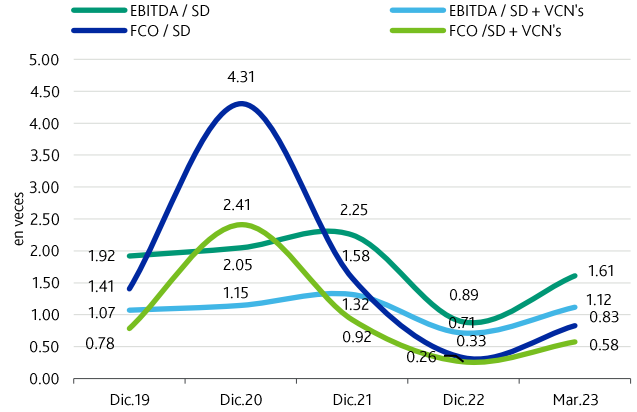
Al cierre del primer trimestre de 2023, el EBITDA y FCO del periodo y LTM mostraron un aumento respecto a los reportados al mismo periodo anterior, mientras que el Servicio de Deuda se redujo de forma importante por el refinanciamiento a largo plazo de la Serie E de bonos, en consecuencia, los indicadores de cobertura mejoraron (ver Gráfico 8).

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-23	Dic-22	Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
TOTAL ACTIVO	**177,871**	**168,088**	**118,426**	**118,300**	**111,091**	**115,572**
Caja y Bancos	5,695	4,335	6,256	3,948	4,506	2,250
Cuentas por Cobrar Clientes, Netas	11,172	10,443	8,064	6,717	9,692	17,153
Inventario de Mercancía	31,505	34,420	33,979	32,801	22,998	31,733
Adelantos a Compras	1,687	2,009	2,721	1,985	1,270	2,619
Activo Corriente	**53,738**	**54,124**	**54,013**	**50,071**	**40,069**	**55,880**
Propiedades, planta y equipo, neto	30,920	31,620	33,454	34,390	38,141	40,939
Cuentas entre empresas relacionadas	50,456	38,443	29,095	31,971	30,981	15,952
Activos por derecho de uso, neto	38,914	40,267	198	243	426	608
Activo No Corriente	**124,133**	**113,964**	**64,413**	**68,229**	**71,021**	**59,692**
TOTAL PASIVO	**185,222**	**176,176**	**110,982**	**113,743**	**93,086**	**99,859**
Valores Comerciales Negociables	6,559	6,528	5,000	5,000	5,000	5,000
Cuentas por pagar proveedores	19,386	15,170	13,900	18,892	14,740	18,928
Pasivo Corriente	**36,502**	**42,585**	**22,578**	**27,157**	**21,710**	**26,301**
Bonos Corporativos por pagar	103,800	88,000	85,000	85,000	70,000	70,000
Cuentas por Pagar Empresa Relacionada	2,116	2,788	2,261	422	129	1,312
Pasivos por arrendamiento	41,880	41,880	198	243	426	608
Pasivo No Corriente	**148,720**	**133,591**	**88,404**	**86,586**	**71,376**	**73,558**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**(7,350)**	**(8,088)**	**7,444**	**4,557**	**18,005**	**15,713**
Capital Social	800	800	800	800	800	800
Utilidades no Distribuidas	(8,150)	(8,888)	6,644	3,757	17,205	14,913

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-23	Dic-22	Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
Ingresos por Ventas	54,064	211,351	56,539	198,729	142,715	227,578
Costos Operativos	(43,587)	(171,032)	(43,328)	(151,287)	(110,417)	(180,498)
Resultado Bruto	**10,477**	**40,319**	**13,211**	**47,442**	**32,298**	**47,080**
Gastos Generales y Administrativos	(7,261)	(28,646)	(9,843)	(39,537)	(33,080)	(47,971)
Otros Ingresos Operativos	2,828	12,482	2,553	9,251	14,324	13,651
Resultado Operativo	**3,704**	**13,287**	**4,658**	**11,348**	**8,150**	**7,713**
Gastos Financieros	(2,747)	(9,941)	(1,832)	(7,055)	(6,358)	(6,310)
Otros Ingresos/Egresos	(233)	(6,322)	548	868	1,744	2,654
Resultado Antes del Impuesto a la Renta	**825**	**(2,859)**	**3,393**	**5,244**	**3,201**	**4,125**
Impuesto a la Renta, Neto	(88)	(986)	(506)	(1,294)	(788)	(1,010)
Resultado Neto	**737**	**(3,844)**	**2,887**	**3,950**	**2,413**	**3,116**

COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-23	Dic-22	Mar-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	N.A.	N.A.	14.91x	24.96x	5.17x	6.36x
Deuda Financiera / Pasivo	0.84x	0.87x	0.81x	0.79x	0.81x	0.76x
Deuda Financiera / Patrimonio	N.A.	N.A.	12.12x	19.80x	4.19x	4.81x
Pasivo / Activo	1.04x	1.05x	0.94x	0.96x	0.84x	0.86x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.20x	0.24x	0.20x	0.24x	0.23x	0.26x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.80x	0.76x	0.80x	0.76x	0.77x	0.74x
Deuda Financiera / EBITDA	6.52x	6.47x	5.79x	5.69x	5.79x	6.24x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.47x	1.27x	2.39x	1.84x	1.85x	2.12x
Prueba Ácida[1]	0.49x	0.37x	0.71x	0.45x	0.69x	0.77x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.16x	0.10x	0.28x	0.15x	0.21x	0.09x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US$ Miles)	17,236	11,539	31,435	22,914	18,360	29,579
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	13.43%	13.55%	17.41%	19.90%	23.18%	21.08%
Gastos Financieros / Ingresos	5.08%	4.70%	3.24%	3.55%	4.46%	2.77%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	16	15	14	15	34	27
Rotación de Cuentas por pagar (días)	37	36	28	38	60	40
Rotación de Inventarios (días)	75	80	66	75	99	69
Ciclo de Conversión	54	59	52	52	73	56
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	19.38%	19.08%	23.37%	23.87%	22.63%	20.69%
Margen Operativo	6.85%	6.29%	8.24%	5.71%	5.71%	3.39%
Margen Neto	1.36%	-1.82%	5.11%	1.99%	1.69%	1.37%
ROAA	-4.05%	-2.68%	3.23%	3.44%	2.13%	2.71%
ROAE	N.A	N.A	26.39%	35.01%	14.32%	21.91%
GENERACIÓN						
FCO (US$ Miles)	3,243	8,708	(381)	11,112	27,373	8,866
FCO anualizado (US$ Miles)	12,332	8,708	5,572	11,112	27,373	8,866
EBITDA (US$ Miles)	6,043	23,667	5,746	15,870	13,017	12,110
EBITDA LTM (US$ Miles)	23,964	23,667	15,578	15,870	13,017	12,110
Margen EBITDA	11.18%	11.20%	10.16%	7.99%	9.12%	5.32%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros	2.21x	2.38x	2.12x	2.25x	2.05x	1.92x
EBITDA / Servicio de Deuda	1.61x	0.89x	2.12x	2.25x	2.05x	1.92x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	1.12x	0.71x	1.26x	1.32x	1.15x	1.07x
FCO / Gastos Financieros	1.14x	0.88x	0.76x	1.58x	4.31x	1.41x
FCO / Servicio de Deuda	0.83x	0.33x	0.76x	1.58x	4.31x	1.41x
FCO / Servicio de Deuda (*)	0.58x	0.26x	0.45x	0.92x	2.41x	0.78x

*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 (30.09.22)*	Perspectiva Anterior	Calificación Actual (31.12.22 y 31.03.23)	Perspectiva Actual	Definición de la Categoría Actual
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (hasta por US$5.0 millones)	ML B.pa	Estable	ML B.pa	Estable	Los emisores calificados en ML B.pa tienen una capacidad débil para pagar obligaciones de corto plazo en comparación con otras entidades y transacciones locales.
Programa de Bonos Corporativos (hasta por US$70.0 millones) **Serie F de Bonos Corporativos Rotativos (hasta por US$10.0 millones)**	BB.pa	Estable	BB.pa	Estable	Los emisores o emisiones calificados en BB.pa cuentan con una calidad crediticia por debajo del promedio en comparación con otros emisores y transacciones locales.
Programa de Bonos Corporativos (hasta por US$70.0 millones) **Serie D de Bonos Subordinados No Acumulativos (hasta por US$50.0 millones)**	B.pa	Estable	B.pa	Estable	Los emisores o emisiones calificados en B.pa cuentan con una calidad crediticia débil en comparación con otros emisores y transacciones locales y podrían estar próximos al incumplimiento, con fuertes perspectivas de recuperación.
Programa de Bonos Corporativos Rotativos (hasta por US$15.0 millones) **Serie B de Bonos Corporativos Rotativos (hasta por US$15.0 millones)**	BB.pa	Estable	BB.pa	Estable	Los emisores o emisiones calificados en BB.pa cuentan con una calidad crediticia por debajo del promedio en comparación con otros emisores y transacciones locales.
Programa de Bonos Corporativos Rotativos (hasta por US$90.0 millones) **Serie A de Bonos Corporativos Rotativos (hasta por US$13.0 millones)**	BB.pa	Estable	BB.pa	Estable	Los emisores o emisiones calificados en BB.pa cuentan con una calidad crediticia por debajo del promedio en comparación con otros emisores y transacciones locales.
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos **(hasta por US$10.0 millones)**	ML B.pa	Estable	ML B.pa	Estable	Los emisores calificados en ML B.pa tienen una capacidad débil para pagar obligaciones de corto plazo en comparación con otras entidades y transacciones locales.
Programa de Bonos Corporativos Rotativos (hasta por US$90.0 millones) **Serie B de Bonos Corporativos Rotativos (hasta por US$10.0 millones)**	BB.pa	Estable	BB.pa	Estable	Los emisores o emisiones calificados en BB.pa cuentan con una calidad crediticia por debajo del promedio en comparación con otros emisores y transacciones locales.
Programa de Bonos Corporativos Rotativos (hasta por US$90.0 millones) **Serie C de Bonos Corporativos Rotativos (hasta por US$5.8 millones)**	BB.pa	Estable	BB.pa	Estable	Los emisores o emisiones calificados en BB.pa cuentan con una calidad crediticia por debajo del promedio en comparación con otros emisores y transacciones locales.

**Sesión de Comité del 17 de marzo de 2023.*

Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

Programa de Valores Comerciales Negociables hasta por US$5.0 millones - Resolución CNV 210-09

Programa	
Fecha del Programa:	7 de julio de 2009
Monto en circulación al 31.03.23:	US$5.0 millones
Vencimiento:	90, 120, 180 o 360 días a partir de la fecha de emisión, a ser determinados por el Emisor.
Series vigentes al 31.03.23:	Serie N*
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.

*En noviembre de 2022 se emitió la Serie N por US$5.0 millones (tasa de 6.00%) con vencimiento el 24 de noviembre de 2023.

Programa de Valores Comerciales Negociables hasta por US$10.0 millones - Resolución SMV 286-22

Programa	
Fecha del Programa:	9 de agosto de 2022
Monto en circulación al 31.03.23:	US$1.5 millones
Vencimiento:	Hasta 12 meses a partir de la fecha de emisión.
Series vigentes al 31.03.23:	Serie A*
Pago de Interés:	Trimestralmente los días treinta y uno (31) de marzo, junio, septiembre y diciembre hasta su vencimiento.
Pago de Capital:	Al vencimiento
Redención anticipada:	Los VCNs no podrán ser redimidos anticipadamente por el Emisor.
Respaldo:	Crédito general del Emisor

*En septiembre de 2022 se emitió la Serie A por US$1.5 millones (tasa de 3.50%) con vencimiento el 2 de septiembre de 2023.

Programa de Bonos Corporativos hasta por US$70.0 millones, Series de Bonos Corporativos – Resolución CNV 269-11

Serie	
Serie (s):	F
Monto en circulación al 31.03.23:	US$10.0 millones
Plazo de la Serie:	7 años
Fecha de emisión	21 de abril de 2017
Vencimiento Serie:	21 de abril de 2024
Tasa de Interés:	8.00%
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.
Pago de Capital:	Al vencimiento
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 31.03.23:	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, Series de Bonos Corporativos – Resolución CNV 211-09 modificada mediante Resolución SMV Nº 95-21

Serie	
Serie (s):	B
Monto en circulación al 31.03.23:	US$15.0 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.

Programa de Bonos Corporativos hasta por US$90.0 millones, Series de Bonos Corporativos – Resolución SMV 285-22 del 9 de agosto de 2022

Serie			
Serie (s):	A	B	C
Monto en circulación al 31.03.23:	US$13.0 millones	US$10.0 millones	US$5.8 millones
Plazo de la Serie:	10 años	10 años	10 años
Fecha de emisión	7 de septiembre de 2022	16 de enero de 2023	30 de enero de 2023
Vencimiento Serie:	7 de septiembre de 2032	16 de enero de 2033	30 de enero de 2033
Tasa de Interés:	9.00%	8.50%	8.50%
Pago de Intereses:	Trimestralmente los días treinta y uno (31) de marzo, junio, septiembre y diciembre hasta su vencimiento.	Trimestralmente los días treinta y uno (31) de marzo, junio, septiembre y diciembre hasta su vencimiento.	Trimestralmente los días treinta y uno (31) de marzo, junio, septiembre y diciembre hasta su vencimiento.
Pago de Capital:	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento
Redención anticipada:	El Emisor tendrá la opción de redimir anticipadamente todos o parte de los bonos a partir del segundo año.	El Emisor tendrá la opción de redimir anticipadamente todos o parte de los bonos a partir del segundo año.	El Emisor tendrá la opción de redimir anticipadamente todos o parte de los bonos a partir del segundo año.
Respaldo:	No aplica. Esta oferta está respaldada por el crédito general del Emisor.	No aplica. Esta oferta está respaldada por el crédito general del Emisor.	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 Moody's Local https://www.moodyslocal.com/country/pa donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el Código de Conducta, las metodologías de calificación aplicadas por Moody's Local, las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. Adicionalmente, la opinión contenida en este informe resulta de la aplicación rigurosa de la Metodología de Calificación de Empresas No Financieras aprobada el 14 de marzo de 2023. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2019, 2020, 2021 y 2022 de Cochez y Compañía, S.A, así como Estados Financieros Intermedios al 31 de marzo de 2022 y 2023 y la documentación respectiva sobre los Programas de Bonos Corporativos, VCN's 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.

©2023 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 Y SUS FILIALES CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. 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 CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN APLICABLES DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES 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. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES YLAS 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 crediticia o en la elaboración de las Publicaciones.

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 que 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 que 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, EVALUACIONES 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 5.000.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service,Inc. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service 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 – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy*" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa – Documentos constitutivos -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 crediticias, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY100.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

MOODY'S LOCAL