

Panamá, 23 de abril de 2021

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

Referencia: Envío de Informe de calificación COCHÉZ
Attn. Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

Con la presente, informamos a la Bolsa de Valores de Panamá que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió hoy 23 de abril de 2021 para tratar la Calificación de Instrumentos de COCHÉZ.

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

INFORME DE
CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
23 de abril de 2021

Actualización

CALIFICACIÓN*

Cochez y Compañía, S.A.

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

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

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

Hernán Regis
VP – Senior Analyst
hernan.regis@moodys.com

María Gabriela Sedda
Associate Analyst
maria.sedda@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Cochez y Compañía, S.A.

Resumen

Moody's Local ratifica la categoría BB+.pa a las Serie E y F de Bonos Corporativos Rotativos y la categoría BB-.pa a la Serie D de Bonos Subordinados No Acumulativos, todas las series emitidas bajo el mismo Programa de Bonos Corporativos y Subordinados hasta por US\$70.0 millones Cochez y Compañía S.A. (en adelante, Cochez o la Compañía). Del mismo modo, ratifica la categoría ML3+.pa al Programa de Valores Comerciales Negociables hasta por US\$5.0 millones. Así también, asigna la categoría BB+.pa a la nueva Serie B por emitir bajo el Programa de Bonos Corporativos Rotativos. Adicionalmente, se retira la presión sobre las calificaciones otorgadas, considerando la combinación de estrategias implementadas durante el año 2020 por la Compañía, enfocadas en mantener la liquidez suficiente y generar los flujos para cumplir con el repago del servicio de deuda sin necesidad de solicitar dispensas.

Las calificaciones asignadas se sustentan en el soporte implícito que le brinda el Grupo Económico al cual pertenece la Compañía, lo cual le permite a su vez acceder a una serie de sinergias operativas y acceso a fondeo interno a través de la caja centralizada que mantiene el Grupo. Igualmente se toma en consideración, la experiencia de los accionistas y trayectoria de la Junta Directiva y Plana Gerencial. Asimismo, se pondera el posicionamiento de mercado que mantiene la Compañía a nivel local en el segmento de venta de materiales de construcción y ferretería. También pondera favorablemente la consistente mejora en los indicadores de liquidez en los últimos períodos evaluados, así como las medidas tomadas por la Compañía para preservar la misma durante el año 2020 ante los efectos del COVID-19, entre las que se encuentran la reducción de inventarios y control de gastos, al igual que la gestión de cobro de cuentas por cobrar comerciales y suspensión temporal de ventas al crédito, todo lo cual propició una mejora en la generación de flujos medidos a través del FCO y EBITDA y les permitió cumplir con sus obligaciones financieras al cierre 2020, plasmado en la mayor cobertura sobre el servicio de deuda. Sobre este punto, es importante señalar que, de acuerdo a las proyecciones actualizadas enviadas por el Emisor, se estima que en el ejercicio 2021, las coberturas sobre servicio de deuda tanto con FCO y EBITDA se ajusten ante la nueva emisión de bonos corporativos aunque todavía se mantendrán por arriba de 1.0x, no obstante, de sensibilizar el ratio incluyendo la serie L de VCN's, el mismo se ajustaría a niveles inferiores a la unidad, por lo que la Compañía recurriría a una nueva emisión para el repago del instrumento a corto plazo con vencimiento en diciembre 2021. 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, la misma que si bien fue adquirida por los mismos accionistas, el plazo contraviene con lo establecido en el Artículo 292 de la Constitución Política de Panamá, la cual establece un límite de 20 años en la emisión de obligaciones efectuada bajo la Ley de Panamá, lo que podría conllevar a que eventualmente un tenedor del Bono pueda pedir el pago anticipado en el año 20.

Sin perjuicio de lo comentado anteriormente, al corte de análisis, las calificaciones de Cochez están limitadas 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, las cuales, si bien presentaron mejora al cierre fiscal 2020, continúan en niveles altos, considerando además que las nuevas proyecciones registran un aumento en la Palanca Financiera, la cual se situaría en niveles cercanos al 6.41x, lo que recoge el incremento en deuda ante la nueva emisión de bonos corporativos. Por otro lado, se destaca la fuerte desaceleración de la actividad económica local ante una variación de PIB anual negativa para el año 2020 de 17.9%¹, producto de las medidas adoptadas

¹ De acuerdo a cifras preliminares recientes publicadas por la Contraloría General de la República a través del Instituto Nacional de Estadística y Censo

por el Gobierno para hacerle frente a la propagación de la pandemia COVID-19, lo cual ha afectado el desempeño de diversos sectores de la economía, entre ellos el sector comercial y construcción en el cual se desenvuelve Cochez, los cuales tienen alta relación con los ciclos económicos. Si bien los ingresos por ventas post apertura presentaron un leve incremento, aún se mantiene la incertidumbre respecto a la recuperación de los niveles alcanzados en periodos anteriores en vista que la pandemia COVID-19 aún es un evento en curso. Cabe resaltar que, producto del aumento importante en contagios durante el mes de noviembre y diciembre de 2020, el Gobierno decretó nuevas medidas de cuarentena durante el mes de enero de 2021, así como el cierre de las actividades económicas no esenciales, actividades que se están reactivando gradualmente durante los meses de febrero y abril de 2021. Si bien 21 de 22 tiendas de Cochez se han mantenido abiertas desde el mes de junio de 2020, las ventas han sido inferiores a las históricas y se espera que la demanda por productos no esenciales se mantenga durante el ejercicio 2021, producto de la afectación en el poder adquisitivo de las familias ante el incremento de la tasa de desempleo que, de acuerdo a última información publicada por el INEC, aumentó hasta 18.5% en septiembre 2020 desde 7.1% en diciembre 2019, así también, el desempeño de Cochez estaría expuesto a nuevas restricciones por parte del Gobierno de incrementarse el índice de contagios por COVID-19, lo que afectaría tanto a las ventas *retail* como al segmento de construcción privada al que atiende la Compañía. Cabe señalar que, las menores ventas se tradujeron en una variación negativa en el indicador de *Same Store Sales* (SSS), ante una reducción en las ventas en tiendas de 32.25% entre periodos de diciembre 2020 vs 2019; mientras que, de acuerdo a información más reciente, para los dos primeros meses del año 2021, el indicador presentó una variación negativa de 21.22% en las ventas en tiendas respecto a los dos primeros meses del año 2020.

Moody's Local continuará monitoreando el desempeño de las operaciones y la evolución de los principales indicadores financieros de la Compañía, toda vez que todavía no es posible determinar el efecto final y el periodo de recuperación en la generación de Cochez, comunicando oportunamente al mercado cualquier variación que pueda impactar la categoría de riesgo asignada.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- » Mejora sostenida en la generación de la Compañía, para lo cual será fundamental el levantamiento de las medidas decretadas por el Gobierno para hacer frente a la propagación de la pandemia COVID-19 en el país.
- » Recuperación en la tasa de crecimiento de la economía que genere dinamismo en el consumo privado, con una consecuente mejora en la estructura económica-financiera de la Compañía.
- » Disminución progresiva de la Palanca Financiera del Emisor, acompañado de una mejora gradual en la cobertura del Servicio de Deuda tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo.
- » Cambio en el cronograma de pago de las distintas Series de Bonos calificadas que incorpore amortizaciones periódicas y así evitar el riesgo de refinanciación.
- » Establecimiento de Políticas de Buen Gobierno Corporativo dentro de la Compañía.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- » Mayor Palanca Financiera, acompañado de un ajuste en el EBITDA y Flujo de Caja Operativo.
- » Aumento pronunciado de la Palanca Contable respecto a lo exhibido al corte de análisis producto del reparto de dividendos, incumpliendo a su vez con lo señalado en las proyecciones.
- » Redención anticipada de la Serie de Bonos Subordinados que impacte de forma negativa en la liquidez de la Compañía.
- » Disminución en la cobertura del Servicio de Deuda de la Compañía, tanto con el EBITDA como con el Flujo de Caja Operativo.
- » Desaceleración de la economía panameña que afecte el crecimiento del sector construcción, impactando de manera negativa en la generación de la Compañía.
- » Deterioro pronunciado en las Cuentas por Cobrar a Clientes que no cuenten con provisión.
- » Incremento en las cuentas por cobrar a relacionadas para financiar CAPEX y/o capital de trabajo a otras empresas del Grupo, afectando la liquidez de la Compañía.
- » Pérdida del respaldo patrimonial.
- » Subordinación de las Series de Bonos Corporativos y/o VCNs producto de la toma de nueva deuda financiera que incluya activos en garantía o fideicomiso de flujos no contemplados a la fecha en los instrumentos calificados

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna.

Indicadores Clave

Tabla 1

COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

| | Dic-20 | Dic-19 | Dic-18 | Dic-17 |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Activos (US\$/Miles) | 111,091 | 115,572 | 114,528 | 117,939 |
| Ingresos (US\$/Miles) | 142,715 | 227,578 | 220,327 | 225,628 |
| EBITDA (US\$/Miles) | 13,017 | 12,110 | 12,135 | 13,483 |
| Deuda Financiera / EBITDA | 5.79x | 6.24x | 6.18x | 5.79x |
| EBITDA / Gastos Financieros | 2.05x | 1.92x | 1.93x | 2.26x |
| FCO / Servicio de la Deuda | 4.31x | 1.41x | 1.11x | 2.96x |

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

Generalidades

Perfil de la Compañía

Cochez & Compañía, S.A. se constituyó en 1965, bajo las leyes de la República de Panamá. La Compañía obtiene sus ingresos por la venta al por menor de materiales para la construcción y ferretería en general. Al 31 de diciembre de 2019, la Compañía cuenta con 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 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.

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

Desarrollos Recientes

Como hecho de importancia, se destaca 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."

La propagación de la pandemia COVID-19 y las medidas adoptadas por el Gobierno para hacer frente a la crisis sanitaria han afectado la actividad económica en el país, lo que se ha visto reflejado en una disminución de los ingresos tanto de las personas como de los negocios

considerados no esenciales. En línea con lo anterior y, de acuerdo a cifras preliminares recientes publicadas por la Contraloría General de la República a través del Instituto Nacional de Estadística y Censo, el PIB registró una contracción de 10.87% para el cuarto trimestre de 2020 y 17.95% acumulada de enero a diciembre 2020, presionado por la caída de la mayoría de las actividades económicas del país, principalmente los sectores de construcción y comercio al por mayor/ por menor. En el caso de Cochez, la cuarentena total decretada por el Gobierno el 25 de marzo de 2020, trajo como consecuencia el cierre temporal de todas las tiendas de Cochez hasta el 1 de junio de 2020, fecha en que se abrió las actividades económicas de venta al por menor de artículos de ferretería y construcción. Asimismo, a inicios de septiembre de 2020 se reactivó el sector de construcción en el cual están principalmente enfocadas las ventas de Cochez al por mayor. Todo lo anterior, se reflejó en una reducción de las ventas de Cochez que resultó en pérdidas netas para el primer semestre 2020, no obstante los resultados obtenidos durante el segundo semestre 2020, permitieron obtener utilidades para el cierre del año fiscal 2020, situación que recoge a su vez una combinación de estrategias implementadas.

El Gobierno de Panamá, mediante Decreto Ejecutivo N° 81 del 20 de marzo de 2020, estableció que los contratos de los trabajadores de empresas cuyas operaciones han sido temporalmente cerradas como parte de las medidas preventivas de las autoridades gubernamentales dentro del Estado de Emergencia Nacional, se considerarán suspendidos para todos los efectos laborales desde la fecha en que se ordenó el cierre, por lo cual los trabajadores no estarán obligados a prestar servicios, ni los empleadores a pagar el salario mientras dure dicha suspensión. Las personas a las que se le hayan suspendido el contrato serán incluidas en la lista de beneficiarios de los programas que establezca el Órgano Ejecutivo para mitigar la falta de ingresos económicos mientras duren las medidas de protección sanitaria. Así también, mediante la Ley 157 del 3 de agosto de 2020, se establece que el Empleador podrá reiniciar su actividad económica progresivamente reintegrando de forma gradual a sus trabajadores con contratos suspendidos. Los trabajadores que no sean reintegrados con la reapertura de las empresas de acuerdo con lo descrito en este artículo mantendrán sus contratos suspendidos hasta que sean reintegrados. Las suspensiones de los contratos de estos trabajadores podrán ser prorrogadas, mes a mes, hasta el 31 de diciembre de 2020. En ese sentido, Cochez mantenían un 34% del personal en salarios suspendidos al 30 de septiembre de 2020, mientras que para diciembre 2020 ya reactivaron todos los contratos.

Por otro lado, el Gobierno promulgó el 7 de agosto de 2020 el Decreto Ejecutivo No 314, que modificó el Decreto Ejecutivo N°145 del 1 de mayo pasado, a través del cual se suspendieron todos los trámites de los procesos de lanzamiento y desalojo de bienes inmuebles durante el Estado de Emergencia Nacional, ordenando el congelamiento de los cánones de arrendamiento, intereses por mora y cláusulas de incremento y/o penalización por terminación unilateral de contrato mientras dure el Estado de Emergencia Nacional y hasta dos meses posteriores al levantamiento de dicha fecha. En ese sentido, para los meses de abril y mayo se logró condonar el alquiler de 17 tiendas Cochez, así como descuentos del 27% a nivel general sobre el monto pactado a partir del mes de junio hasta enero 2021. A partir de febrero de 2021 de acuerdo a lo indicado por la Gerencia y a las proyecciones enviadas se negoció una reducción del canon mensual del 10% a la mayoría de las sucursales, estando algunas aún en negociaciones.

Cabe resaltar que, producto del aumento importante en contagios durante el mes de noviembre y diciembre de 2020, el Gobierno decretó nuevas medidas de cuarentena durante el mes de enero, así como el cierre de las actividades económicas no esenciales, las cuales se están reactivando gradualmente durante los meses de febrero y marzo de 2021. Si bien 21 de las 22 tiendas de Cochez se han mantenido abiertas desde el mes de junio de 2020, las ventas han sido inferiores a las históricas y se espera que la demanda por productos no esenciales se mantenga durante el 2021.

Análisis Financiero de Cochez y Compañía, S.A.

Activos y Liquidez

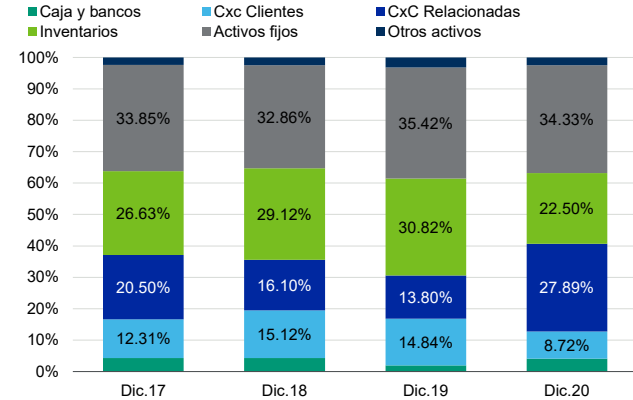
REDUCCIÓN EN ACTIVOS A CAUSA DE LA DISMINUCIÓN DE INVENTARIOS Y DE CUENTAS POR COBRAR A CLIENTES

Al cierre fiscal 31 de diciembre de 2020, los activos retrocedieron un 3.88% respecto al ejercicio 2019, como resultado de la disminución anual en los niveles de inventario (-29.85%, incluyendo adelanto a compras y mercancía en tránsito), cuentas por cobrar clientes (-43.49%) y propiedad, planta y equipo (-6.83%), todo lo cual responde a una combinación de estrategias ejecutadas por la Compañía para mitigar los efectos del COVID-19 ante el cierre temporal de las 21 tiendas desde el 25 de marzo al 1 de junio de 2020 a raíz del Estado de Emergencia Nacional, restricciones de movilidad y suspensión de la actividad de construcción a lo largo del año 2020. En ese sentido, las medidas de la Compañía incluyeron: i) reducción en los niveles de inventario y compras específicas, ii) suspensión de créditos a nuevos clientes iii) reforzamiento de cobros de cartera y, iv) reducción de gasto. El comportamiento anterior, fue contrarrestado ante el aumento en cuentas por cobrar a empresas relacionadas (+94.21%) que recoge la transferencia de fondos a IG, sociedad relacionada tenedora de las inversiones del Grupo, para constitución de plazo fijo con el fin de obtener mayores rendimientos, así como el incremento de caja y bancos (+100.27%), que recoge el mayor efectivo derivado de las estrategias implementadas mencionadas en líneas previas. El componente más importante de los activos continúa siendo las mejoras a la propiedad arrendada, equipos rodantes y mobiliarios, las cuales representan el 34.33% del total de activos, seguido de cuentas por cobrar a relacionadas e inventarios. En cuanto a la antigüedad

de las cuentas por cobrar a clientes, el 36.29% mantienen vencimientos mayores a 90 días, resaltando que la Compañía mantiene provisiones para cuentas de dudoso cobro por US\$366 mil, reduciéndose respecto al US\$1.6 millones de diciembre 2019, a raíz del castigo de cuentas malas afectadas por la coyuntura actual.

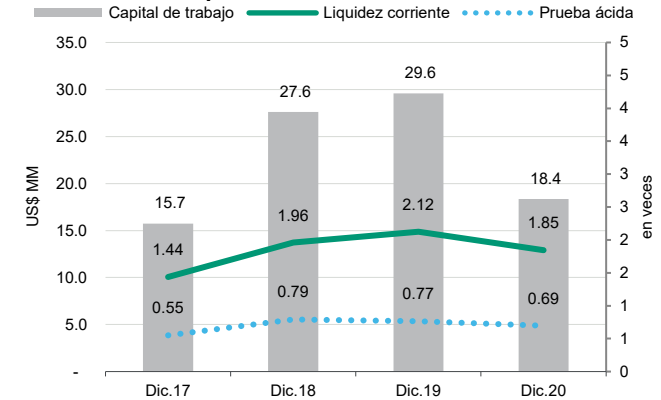
En cuanto a los indicadores de liquidez de la Compañía, los mismos se mantienen en niveles adecuados, no obstante se reducen respecto a lo reportado en diciembre 2019, a causa de la disminución en mayor medida de los activos corrientes (-28.29%) en línea con la reducción de inventarios y cuentas por cobrar clientes, respecto a los pasivos corrientes (-17.46%) asociado a menor saldo en cuentas por pagar proveedores, lo que conllevó a una reducción en el capital de trabajo a US\$18.4 millones desde US\$29.6 millones, según se observa en el gráfico 2.

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

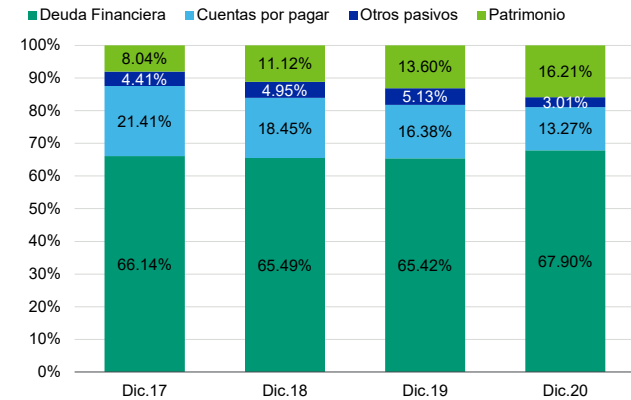
Estructura Financiera y Solvencia**MEJORA EN APALANCAMIENTO CONTABLE Y FINANCIERO PRODUCTO DE REDUCCIÓN DE PASIVOS, INCREMENTO DEL PATRIMONIO Y MAYOR EBITDA**

Al término del ejercicio 2020, los pasivos de la Compañía disminuyen 6.78% con respecto a diciembre 2019, asociado tanto a la reducción de las cuentas por pagar proveedores (-22.12%), debido a menor adquisición de inventarios, así como a menor saldo en transacciones con relacionadas (-90.20%) por repago a Novey. Cabe resaltar que las cuentas por pagar a empresas relacionadas y a accionistas no tienen una fecha de repago establecida ni generan intereses. El principal pasivo de Cochez lo componen las emisiones de Bonos Corporativos, las cuales financian el 63.01% de los activos a diciembre 2020 (60.57% en diciembre 2019), emitidos mediante dos Series de Bonos (E y F) por un total de US\$20.0 millones y una Serie de Bonos Subordinados No Acumulativos (D) por US\$50.0 millones, todas contemplados bajo el Programa Rotativo de Bonos Corporativos de hasta US\$70.0 millones. Es importante mencionar que todas las emisiones de Bonos Corporativos son *bullet*, por tal motivo amortizan el 100% en la fecha de vencimiento (años 2023 y 2024, respectivamente). Asimismo, la Serie D de Bonos Subordinados redime en el año 2110 (colocación a 99 años)² y mantiene la opción de redimir anticipadamente a partir del año cinco, la cual se cumplió en noviembre de 2016. Por otro lado, la Compañía mantiene un Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos de hasta US\$5.0 millones, el cual se encuentra actualmente colocado en su totalidad mediante la emisión de la Serie L en diciembre 2020 con vencimiento el 2 de diciembre de 2021. 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 patrimonio neto de Cochez asciende a US\$18.0 millones a la fecha de corte analizada, incrementando en 14.59% respecto al año previo, como resultado del aumento en resultados acumulados, los cuales representan el principal componente del patrimonio (82.15% en diciembre 2020), hecho que genera inestabilidad a los indicadores de solvencia dada la incertidumbre frente a escenarios futuros de reparto de dividendos, considerando que la Compañía no cuenta con una política de reparto de dividendos establecida. En cuanto a los indicadores de endeudamiento y, según se observa en el gráfico 4, se registran mejoras en la palanca contable (Pasivo/Patrimonio), como resultado del efecto combinado de la retención de utilidades y la disminución de pasivos. Así también, la palanca financiera (deuda financiera / EBITDA) presentó mejoría al reducirse a 5.79x, desde 6.24x en diciembre 2019, lo cual es atribuido a la mayor generación. Cabe agregar que, de acuerdo con proyecciones del Emisor, se estima que los niveles de apalancamiento financiero incrementen como consecuencia de la nueva emisión de bonos evaluada en el presente Informe.

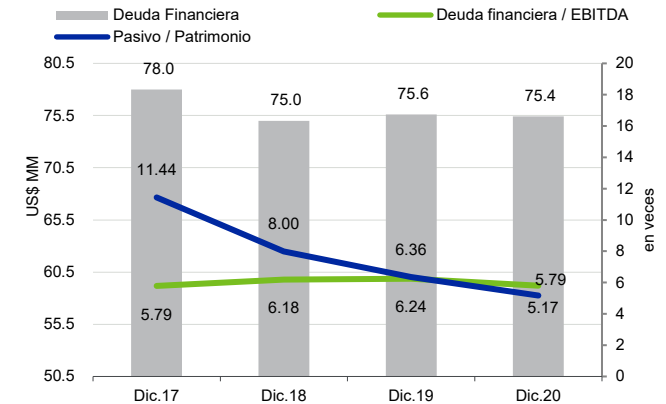
² Artículo 292 de la Constitución Política de Panamá, establece un límite de 20 años a la emisión de obligaciones bajo la Ley Panameña, lo que podría conllevar que eventualmente un tercero tenedor de dicho instrumento pueda solicitar la redención anticipada al año 20.

Gráfico 3

Evolución de la Estructura de Fondo

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**REDUCCIÓN DE GASTOS ADMINISTRATIVOS Y MENOR COMPRA DE INVENTARIOS PERMITIERON GENERAR UTILIDADES PARA EL AÑO 2020, PESE A LOS EFECTOS DEL COVID-19 QUE CONLLEVÓ PÉRDIDAS DURANTE EL PRIMER SEMESTRE 2020 DE COCHEZ.**

Al término del ejercicio fiscal 2020, la utilidad neta de Cochez se reduce un 22.54%, producto principalmente de los menores ingresos percibidos. En ese sentido, los ingresos de la Compañía se redujeron interanualmente en 37.29%, influenciado por menores ventas debido al cierre temporal de las 20 tiendas de Cochez desde el 25 de marzo hasta el 1 de junio de 2020, como consecuencia de la Cuarentena Total decretada por el Gobierno de Panamá para contener la rápida propagación del COVID-19. Además cabe agregar que, si bien a partir del mes de junio se reactivaron las ventas retail, los ingresos por ventas al por mayor concentradas en la actividad de construcción del sector privado continuaron mayormente paralizadas, destacándose que dicho segmento ha representado históricamente aproximadamente el 70% de las ventas de la Compañía. Esto último conlleva a que el crecimiento del negocio se encuentre directamente relacionado a la recuperación del sector construcción, el cual a su vez mantiene alta correlación con los ciclos económicos de Panamá. Consecuentemente, el resultado bruto se contrajo un 31.40% anualmente, aunque en términos relativos, se registra una mejora en el margen bruto al situarse en 22.63% desde 20.69%, lo que recoge el cambio en composición en ingresos ante la mayor relevancia de las ventas al retail (73% de los ingresos vs 30% en períodos previo al COVID-19).

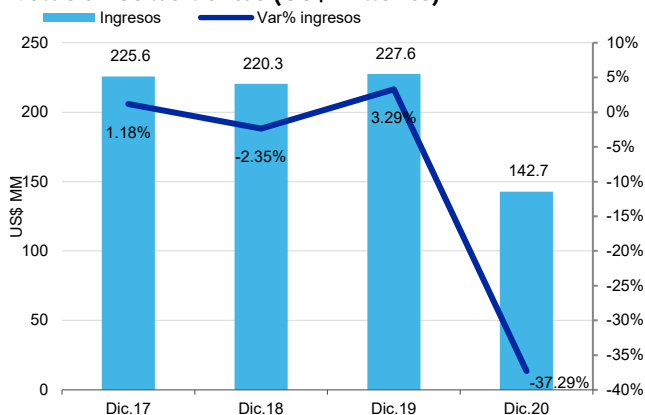
Todo lo anterior, fue contrarrestado en gran parte ante la disminución de los gastos administrativos (-31.04%), lo que recoge principalmente una reducción en los gastos de personal asociado tanto a la suspensión de salarios³ y reducción de personal, así como a la disminución en los gastos de alquiler producto de las negociaciones con los arrendatarios que incorporaron una reducción aproximada en promedio de un 30% del canon de arrendamiento. Así también, la Compañía registra otros ingresos operativos por US\$14.3 millones (+4.93% respecto a diciembre 2019) que incorporan ingresos por servicios prestados en tiendas asociado a promociones de productos de proveedores, lo que resultó en un incremento en el resultado operativo de 5.67%, y en términos relativos a 5.71% (3.39% en diciembre 2019). Luego de incluir los gastos financieros por US\$6.4 millones (+0.77% respecto a diciembre 2019), la utilidad neta se ubicó en US\$2.4 millones (US\$3.1 millones en el ejercicio 2019). En consecuencia, el retorno promedio tanto de activos (ROAA) como de los accionistas (ROAE) desmejoran a 2.13% y 14.32%, respectivamente (2.71% y 21.91%, respectivamente al 31 de diciembre de 2019).

Resulta relevante señalar que, Cochez registró pérdidas netas para el primer semestre 2020 asociado al cierre de tiendas temporal y a las fuertes restricciones de movilidad implementadas por el Gobierno, no obstante dichas pérdidas lograron ser revertidas para el segundo semestre 2020 ante la reapertura gradual de la economía, la reducción de inventarios y disminución de gastos.

³ Decreto Ejecutivo N° 81 del 20 de marzo de 2020 mencionado en Desarrollos Recientes del Presente Informe.

Gráfico 5

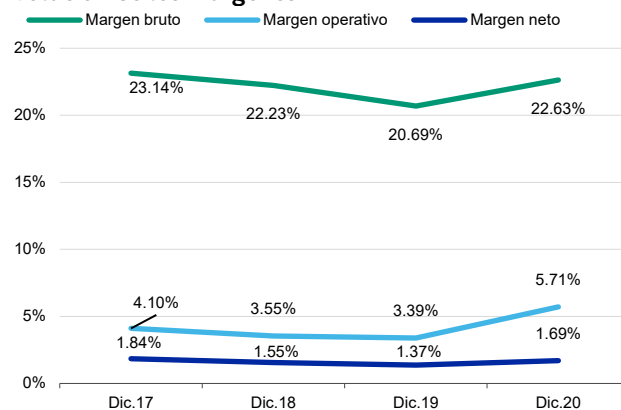
Evolución de las Ventas (US\$ millones)



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

ESTRATEGIAS PARA MITIGAR LOS EFECTOS DEL COVID-19 PERMITIERON UN MAYOR EBITDA Y FCO, INCREMENTANDO LAS COBERTURAS SOBRE EL SERVICIO DE DEUDA.

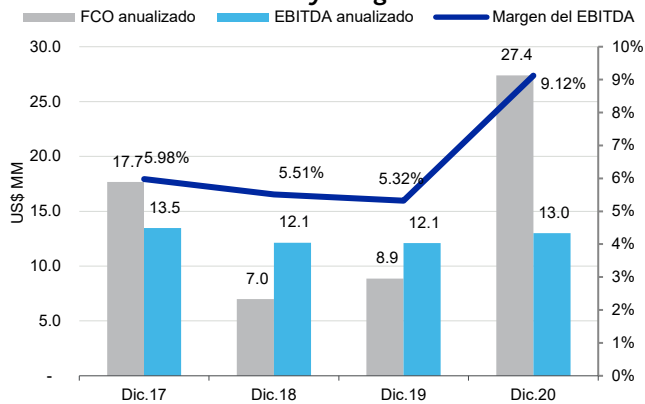
Al finalizar el ejercicio 2020, la generación de la Compañía, medida a través del EBITDA, incrementó en 7.50% respecto a diciembre 2019, asociado a la mayor utilidad operativa registrada, lo que se tradujo en una mejora en la cobertura sobre los gastos financieros y el servicio de deuda que se situó en 2.05x, desde 1.92x en diciembre de 2019. Asimismo, de incorporar dentro del servicio de deuda el vencimiento de la Serie L de VCN's por US\$5.0 millones, el indicador se mantiene en niveles adecuados al situarse por encima de 1.0x (1.15x al 31 de diciembre de 2020).

En cuanto a la generación de flujo de caja operativo (FCO), al cierre fiscal 2020, se registra un aumento al situarse en US\$27.4 millones, comparado a los US\$8.9 millones reportados a diciembre 2019, lo cual es el resultado la combinación de estrategias adoptadas por la Compañía para contener los efectos del COVID-19 que incorporan la reducción de inventarios, así como menores gastos de personal y de alquileres. Consecuentemente, las coberturas con FCO sobre los gastos financieros y servicio de deuda mejoran de manera importante al situarse en 4.31x (1.41x al 31 de diciembre de 2019). De incluir los VCN's dentro del servicio de deuda, la cobertura del FCO se situaría en 2.41x.

Resulta relevante indicar que, de acuerdo a las proyecciones actualizadas enviadas por la Compañía, para el año 2021 se estima que el FCO disminuya a niveles ligeramente superiores a los observados previo a la pandemia, producto de un incremento esperado en inventarios y mayor movimiento en las ventas al crédito ante el supuesto de la recuperación del sector de construcción privado, lo que resultaría en un ajuste en la cobertura del FCO sobre servicio de deuda de 1.60x, mientras que, de incorporar los VCN's la misma se ubicaría por debajo de 1.0x.

Gráfico 7

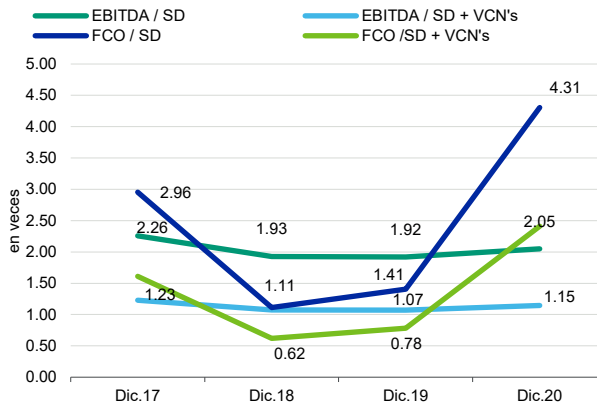
Evolución del FCO/EBITDA y Margen EBITDA



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) | Dic-20 | Dic-19 | Dic-18 | Dic-17 |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| TOTAL ACTIVO | 111,091 | 115,572 | 114,528 | 117,939 |
| Caja y Bancos | 4,506 | 2,250 | 4,984 | 5,103 |
| Cuentas por Cobrar Clientes, Netas | 9,692 | 17,153 | 17,319 | 14,523 |
| Inventario de Mercancía | 22,998 | 31,733 | 27,337 | 28,192 |
| Adelantos a Compras | 1,270 | 2,619 | 4,813 | 2,345 |
| Activo Corriente | 40,069 | 55,880 | 56,371 | 51,778 |
| Propiedades, planta y equipo, neto | 38,141 | 40,939 | 37,631 | 39,918 |
| Cuentas entre empresas relacionadas | 30,981 | 15,952 | 18,442 | 24,182 |
| Activos por derecho a uso, neto | 426 | 608 | 0 | 0 |
| Activo No Corriente | 71,021 | 59,692 | 58,157 | 66,161 |
| TOTAL PASIVO | 93,086 | 99,859 | 101,798 | 108,456 |
| Valores Comerciales Negociables | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| Cuentas por pagar proveedores | 14,740 | 18,928 | 22,475 | 25,254 |
| Pasivo Corriente | 21,710 | 26,301 | 30,110 | 36,034 |
| Bonos Corporativos por pagar | 70,000 | 70,000 | 70,000 | 70,000 |
| Cuentas por Pagar Empresa Relacionada | 129 | 1,312 | 5 | 785 |
| Pasivos por arrendamiento | 426 | 608 | 0 | 0 |
| Pasivo No Corriente | 71,376 | 73,558 | 71,687 | 72,422 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO | 18,005 | 15,713 | 12,731 | 9,483 |
| Capital Social | 800 | 800 | 800 | 800 |
| Utilidades no Distribuidas | 17,205 | 14,913 | 11,931 | 8,683 |

Principales Partidas del Estado de Resultados

| (Miles de Dólares) | Dic-20 | Dic-19 | Dic-18 | Dic-17 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ingresos por Ventas | 142,715 | 227,578 | 220.327 | 225.628 |
| Costos Operativos | (110,417) | (180,498) | (171.342) | (173.420) |
| Resultado Bruto | 32,298 | 47,080 | 48.985 | 52.208 |
| Gastos Generales y Administrativos | (33,080) | (47,971) | (46.184) | (47.324) |
| Otros Ingresos Operativos | 14,324 | 13,651 | 10.138 | 8.612 |
| Resultado Operativo | 8,150 | 7,713 | 7.818 | 9.255 |
| Gastos Financieros | (6,358) | (6,310) | (6.296) | (5.974) |
| Otros Ingresos | 1,744 | 2,654 | 2.932 | 2.170 |
| Resultado Antes del Impuesto a la Renta | 3,201 | 4,125 | 4.522 | 5.522 |
| Impuesto a la Renta, Neto | (788) | (1,010) | (1.114) | (1.364) |
| Resultado Neto | 2,413 | 3,116 | 3.408 | 4.159 |

COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

| INDICADORES FINANCIEROS | Dic-20 | Dic-19 | Dic-18 | Dic-17 |
|---|--------|--------|--------|--------|
| SOLVENCIA | | | | |
| Pasivo / Patrimonio | 5.17x | 6.36x | 8.00x | 11.44x |
| Deuda Financiera / Pasivo | 0.81x | 0.76x | 0.74x | 0.72x |
| Deuda Financiera / Patrimonio | 4.19x | 4.81x | 5.89x | 8.23x |
| Pasivo / Activo | 0.84x | 0.86x | 0.89x | 0.92x |
| Pasivo Corriente / Pasivo Total | 0.23x | 0.26x | 0.30x | 0.33x |
| Pasivo No Corriente / Pasivo Total | 0.77x | 0.74x | 0.70x | 0.67x |
| Deuda Financiera / EBITDA | 5.79x | 6.24x | 6.18x | 5.79x |
| LIQUIDEZ | | | | |
| Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente) | 1.85x | 2.12x | 1.87x | 1.44x |
| Prueba Ácida ¹ | 0.69x | 0.77x | 0.76x | 0.55x |
| Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente) | 0.21x | 0.09x | 0.17x | 0.14x |
| Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles) | 18,360 | 29,579 | 26,261 | 15,744 |
| GESTIÓN | | | | |
| Gastos Operativos / Ingresos | 23.18% | 21.08% | 20.96% | 20.97% |
| Gastos Financieros / Ingresos | 4.46% | 2.77% | 2.86% | 2.65% |
| Rotación de Cuentas por Cobrar (días) | 34 | 27 | 50 | 50 |
| Rotación de Inventarios (días) | 99 | 69 | 58 | 59 |
| Ciclo de Conversión | 73 | 69 | 34 | 33 |
| RENTABILIDAD | | | | |
| Margen Bruto | 22.63% | 20.69% | 22.23% | 23.14% |
| Margen Operativo | 5.71% | 3.39% | 3.55% | 4.10% |
| Margen Neto | 1.69% | 1.37% | 1.55% | 1.84% |
| ROAA | 2.13% | 2.71% | 2.93% | 3.84% |
| ROAE | 14.32% | 21.91% | 30.68% | 55.32% |
| GENERACIÓN | | | | |
| FCO (US\$ Miles) | 27,373 | 8,866 | 7,002 | 17,657 |
| FCO anualizado (US\$ Miles) | 27,373 | 8,866 | 7,002 | 17,657 |
| EBITDA (US\$ Miles) | 13,017 | 12,110 | 12,135 | 13,483 |
| EBITDA LTM (US\$ Miles) | 13,017 | 12,110 | 12,135 | 13,483 |
| Margen EBITDA | 9.12% | 5.32% | 5.51% | 5.98% |
| COBERTURAS | | | | |
| EBITDA / Gastos Financieros | 2.05x | 1.92x | 1.93x | 2.26x |
| EBITDA / Servicio de Deuda | 2.05x | 1.92x | 1.93x | 2.26x |
| EBITDA / Servicio de Deuda (*) | 1.15x | 1.07x | 1.07x | 1.23x |
| FCO / Gastos Financieros | 4.31x | 1.41x | 1.11x | 2.96x |
| FCO / Servicio de Deuda | 4.31x | 1.41x | 1.11x | 2.96x |
| FCO / Servicio de Deuda (*) | 2.41x | 0.78x | 0.62x | 1.61x |

*Servicio de Deuda incluye VCN's.

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

Anexo I

Historia de Calificación

Cochez y Compañía, S.A.

| Instrumento | Calificación Anterior (30.09.20)* | Calificación Actual (31.12.20) | 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) Serie 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) | - | (nueva) 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 22 de febrero de 2021

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

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

| Serie | | |
|-----------------------------------|---------------------|---------------------|
| Serie (s): | E | F |
| Monto en circulación al 31.12.20: | US\$10.0 millones | US\$10.0 millones |
| Plazo de las Series: | 7 años | 7 años |
| Fecha de Emisión: | 14 de enero de 2016 | 14 de enero de 2016 |
| Fecha de Vencimiento: | 14 de enero de 2023 | 14 de enero de 2023 |
| Tasa de Interés: | 8.00% | 8.00% |
| Pago de Capital: | Al Vencimiento | |

| | |
|-----------------------|--|
| Pago de Intereses: | Trimestralmente en las siguientes fechas: 31 de marzo, 30 de junio, 30 de septiembre y 31 de diciembre de cada año. De no ser alguno de estos un día hábil, el pago se hará el primer día hábil siguiente. |
| Redención Anticipada: | A opción del Emisor y en cualquier serie podrán ser redimida total o parcialmente. |
| Respaldo: | No aplica. Esta oferta está respaldada únicamente por el crédito general del Emisor. |

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

| Serie | |
|-----------------------------------|---|
| Serie (s): | D |
| Monto en circulación al 30.09.20: | US\$50.0 millones |
| Plazo de la Serie: | 99 años |
| Vencimiento: | 15 de agosto de 2110 |
| Tasa de Interés: | 9.00% |
| Pago de Intereses: | Trimestralmente |
| Pago de Capital: | El capital de los Bonos Subordinados No Acumulativos (Serie D), se pagará al vencimiento de los respectivos plazos fijados. |
| Respaldo: | No aplica. Esta oferta está respaldada por el crédito general del Emisor y subordinada a los demás pasivos de la Compañía. |

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 31.12.20: | Por emitir. |
| Plazo de la Serie: | 7 años |
| Vencimiento: | 14 de mayo de 2028 |
| Tasa de Interés: | 8.00% |
| Pago de Intereses: | Trimestralmente |
| Pago de Capital: | Al vencimiento |
| 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.moodylocal.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 2017, 2018, 2019 y 2020 de Cochez y Compañía, S.A, así como 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.

© 2021 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, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS 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, COMERCIALIZACIÓN 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.moody.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 61 003 399 657 AFSL 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. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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, MJJK 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 MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

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