



# Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.

## COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A

Ciudad de Panamá, Panamá

### Informe de Calificación

Sesión de Comité: 13 de junio de 2018

Contacto:  
(507) 214 3790

Cecilia González  
Analista  
[cgonzalez@equilibrium.com.pa](mailto:cgonzalez@equilibrium.com.pa)

Eugenio Ledezma  
Analista  
[eledezma@equilibrium.com.pa](mailto:eledezma@equilibrium.com.pa)

\*Para mayor información sobre la categoría otorgada remitirse al Anexo I.

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. En la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) se pueden consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016 y 2017 de Cochez y Compañía, S.A. Equilibrium 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. Equilibrium 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. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 31/07/2017.

**Fundamento:** Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió otorgar la categoría EQL 2-.pa a la Serie I de Valores Comerciales Negociables (VCN's) contemplada dentro del Programa Rotativo de hasta US\$5.0 millones de Cochez y Compañía, S.A. (en adelante, Cochez o la Compañía). La perspectiva es Estable.

La calificación asignada se sustenta en el soporte implícito que le brindan los Grupos Económicos a los cuales pertenece la Compañía, lo cual le permite a su vez acceder a una serie de sinergias operativas. Pondera igualmente de manera positiva hacia las categorías de riesgo otorgadas la trayectoria operativa de la Compañía a lo largo de los últimos ejercicios, lo cual le permite competir en diversos segmentos dentro de la industria de venta de materiales de ferretería y construcción, lo cual se complementa con una cartera medianamente diversificada por cliente. Con respecto a la calificación asignada a la Serie de VCNs, se pondera en la calificación la evolución del Flujo de Caja Operativo a lo largo de los últimos ejercicios, el mismo que si bien muestra cierta volatilidad también permite una cobertura del Servicio de Deuda adecuada, a lo cual se suma la evolución favorable de los indicadores de liquidez y la disponibilidad de líneas de crédito aprobadas (más no garantizadas) por parte del sistema financiero.

No obstante a lo anterior, restringe a la Compañía poder contar con una mayor calificación el elevando

### Instrumento

Valores Comerciales Negociables

### Perspectiva

### Calificación\*

(nueva)  
EQL 2-.pa

### Estable

apalancamiento financiero que registra (Deuda Financiera Total / EBITDA<sup>1</sup>), lo cual se plasma a su vez en una ajustada cobertura que el EBITDA brinda al Servicio de Deuda de la Compañía (Gastos Financieros + Porción Corriente de la Deuda de Largo Plazo), la misma que si bien se cubre con el Flujo de Caja Operativo, no se logra con el EBITDA. Sobre este punto, resulta importante señalar que el EBITDA excluye otros ingresos recurrentes del Emisor correspondientes a servicios agregados, los cuales representan un monto importante en el resultado de la Compañía pero que no son contemplados por parte del Auditor como ingreso operativo. Limita igualmente a la Compañía poder contar con una mayor calificación la elevada palanca contable que registra (Pasivo / Patrimonio), situación que recoge la baja participación como fuente de fondeo del patrimonio de Cochez y Compañía, lo cual se complementa con el hecho de que el patrimonio se encuentra conformado principalmente por utilidades no distribuidas, no contando igualmente con una política de reparto de dividendos establecida. Pondera igualmente la desaceleración económica en Panamá producto del menor crecimiento de diversos sectores respecto a lo exhibido en ejercicios anteriores, lo cual se plasma en una variación negativa en los indicadores de *Same Store Sale* de la Compañía durante el 2017 y en lo que va del ejercicio 2018. Como factor adicional se

<sup>1</sup> Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization.

considera igualmente la carencia de políticas establecidas de Buen Gobierno Corporativo dentro de la Compañía. Finalmente, Equilibrium continuará monitoreando el desempeño de las operaciones y la evolución de los

principales indicadores financieros de Cochez y Compañía, S.A. comunicando oportunamente respecto a cualquier evento que pueda impactar en la categoría de riesgo asignada.

**Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento en la Calificación:**

- Una mayor participación de las acciones comunes dentro de la estructura patrimonial, de la mano de un indicador de palanca contable (Pasivo / Patrimonio) que se ubique dentro de un rango que no exceda 2.5 veces.
- Mejora en la cobertura del servicio de deuda con el EBITDA, ubicándose en un rango que supere de manera consistente el 100%, sumado a una disminución de la palanca financiera (Deuda Financiera Total / EBITDA), no superando 3.5 veces.
- Establecimiento de Políticas de Buen Gobierno Corporativo dentro de la Compañía.
- Incorporación de resguardos financieros y/o mejoradores a la Serie de Valores Comerciales Negociables calificada.

**Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución en la Calificación:**

- Deterioro en la cobertura del Servicio de Deuda con el Flujo de Caja Operativo, ubicándose por debajo de 100%.
- Aumento pronunciado de la palanca contable respecto a lo exhibido al corte de análisis producto del reparto de dividendos, incumpliendo a su vez con lo señalado en las proyecciones.
- Redención anticipada de la Serie de Bonos Subordinados que impacte de forma negativa en la liquidez de la Compañía.
- Deterioro pronunciado en sus indicadores de liquidez, aunado a un alto porcentaje de utilización de líneas de crédito con el sistema financiero.
- Deterioro pronunciado en las Cuentas por Cobrar a Clientes que no cuenten con provisión.
- Desaceleración de la economía panameña que afecte el crecimiento del sector construcción, impactando de manera negativa en la generación de la Compañía.
- Incremento en las cuentas por cobrar a relacionadas para financiar CAPEX y/o capital de trabajo a otras empresas del Grupo, afectando la liquidez de la Compañía.
- Subordinación de las Serie de 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.

**Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:**

- Ninguna.

## DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

### Desarrollos Recientes y Hechos de Importancia

Cochez y 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 2017, cuenta con 21 puntos de venta y su Casa Matriz. Al mismo tiempo, cuenta con un centro de acopio y distribución de mercancías.

A la fecha de análisis, 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. Adicional, ofrece artículos de seguridad en construcción, y herramientas para el trabajo casero o industrial.

### Grupo Económico

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 invierten en 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 invierte en la adquisición del 100% 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 y, además, posee una tienda especializada en productos de Kohler Signature Store by Cochez, la misma que inició operaciones en el 2017. Actualmente, Geo F. Novey, Inc. cuenta con 23 tiendas a nivel nacional.

Otras empresas que forma parte del Grupo Económico son. Forma igualmente parte de las empresas relacionadas Grupo Industrial Canal (GIC), empresa panameña fundada en el año 2008 dedicada a la manufactura de prefabricados de concreto y acero.

### Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de Cochez y Compañía, S.A. se presentan en el Anexo II del presente informe.

## ANÁLISIS FINANCIERO DE COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.

### Activos y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2017, Cochez y Compañía registra activos por US\$117.9 millones, mostrando un crecimiento interanual de 19.42%, el mismo que se sustenta principalmente en los activos no corrientes que aumentan

en 44.15% producto de un incremento en las Cuentas por Cobrar a Relacionadas asociado a un financiamiento otorgado para la apertura de nuevas tiendas. Sobre lo anterior, es importante señalar que dicho préstamo no cuenta con un plan de repago, ni una tasa de interés asociada.

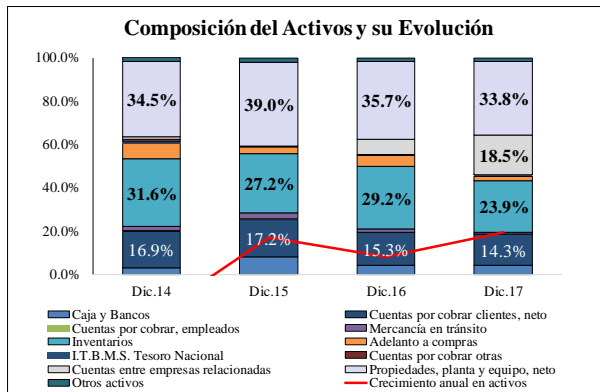
En cuanto a la estructura del balance, al 31 de diciembre de 2017, el 54.09% de los activos se encuentra conformados por partidas no corrientes, los mismos que recogen principalmente mejoras a la propiedad arrendada, equipos rodantes y mobiliarios por US\$39.9 millones, los cuales representan el 33.85% del total de activos al corte de análisis (35.69% al cierre de 2016), seguido de la cuenta por cobrar a la empresa relacionada señalada anteriormente, con una participación de 18.50% sobre el total de activos (7.24% al cierre de 2016) y cuya variación se sustenta en el desembolso proporcionado a Geo F. Novey, Inc., cuya exposición pasa de US\$7.2 millones a US\$21.8 millones entre ejercicios.

Con referencia a las partidas corrientes del balance, al 31 de diciembre de 2017, las mismas financian el 45.9% del activo. Los principales componentes del activo corriente corresponden a Inventarios, Cuentas por Cobrar a Clientes y a la partida Caja y Bancos, con participaciones sobre el total de activos de 23.90%, 14.32% y 4.33%, respectivamente (29.20%, 15.34% y 4.12% al cierre de 2016). A pesar de la variación positiva de US\$1.7 millones o 11.5% en las Cuentas por Cobrar a Clientes y de US\$1.0 millón o 25% en la partida de Caja y Bancos producto de las mayores ventas, los activos corrientes disminuyen en 0.7% con respecto al ejercicio anterior debido a un ajuste de 51.4% en los Adelantos a Compras al pasar de US\$4.8 millones a US\$2.3 millones entre ejercicios, producto de un menor financiamiento a proveedores para la compra de mercadería.

Con respecto a la calidad de las Cuentas por Cobrar a Clientes, en el 2017 la misma muestra un incremento en las cuentas por cobrar vencidas, no deterioradas, que pasan de US\$2.7 millones a US\$4.5 millones entre ejercicios, de las cuales el 52.53% mantiene una antigüedad mayor a 90 días. Al cierre del ejercicio 2017, la Compañía mantiene provisiones para cuentas de dudoso cobro por US\$1.3 millones, las mismas que retroceden respecto a las provisiones de US\$1.6 millones registradas en el 2016. Dada la relevancia de las Cuentas por Cobrar Comerciales respecto a la generación de caja futura de la Compañía, debe señalarse que del total de dicha partida US\$2.4 millones corresponden a Cuentas por Cobrar Comerciales a la empresa relacionada Geo F. Novey Inc. y US\$1.5 millones corresponden a entidades del Gobierno.

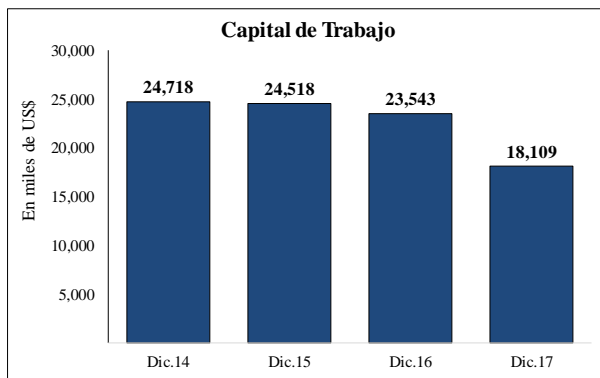
Respecto a los Inventarios (23.90% del total de los activos corrientes), al 31 de diciembre de 2017 los mismos se sitúan en US\$28.2 millones y corresponden principalmente a inventario de mercancías distribuidos entre Casa Matriz y de las 21 sucursales y el centro de acopio y distribución.

A continuación, se presenta la composición de los activos de Cochez y Compañía, S.A al 31 de diciembre de 2017:



Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Equilibrium

Al medir los indicadores de liquidez de Cochez y Compañía, S.A., si bien históricamente la Empresa ha mostrado un índice de liquidez corriente en rangos adecuados, la misma muestra una tendencia negativa. Tal es así que, al 31 de diciembre de 2017, la liquidez corriente se sitúa en 1.50 veces (1.76 veces al cierre de 2016), mientras que la prueba ácida pasa de 0.83 a 0.72 veces entre ejercicios. En tanto, que el capital de trabajo pasa de US\$23.5 millones a US\$18.1 millones, entre ejercicios, según se muestra a continuación:



Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Equilibrium

Como complemento de lo anterior, es importante señalar que la Compañía mantiene un Ciclo de Conversión de Efectivo que, contablemente, se mantiene a lo largo de los últimos cuatro ejercicios analizados entre 35 y 36 días, lo cual se logra producto de un incremento en los días promedio de cuentas por pagar que pasa de 46 a 50 días a lo largo del ejercicio 2017 con una tendencia creciente, lo cual mitiga el aumento en los días promedio de cuentas por cobrar que pasan de 22 a 26 días a lo largo de los últimos cuatro ejercicios.

Es de indicar igualmente que, según los Estados Financieros Auditados de la Compañía correspondientes al ejercicio 2017, se señala que el Emisor presenta un índice de cobrabilidad de 65 días al cierre de dicho ejercicio, el mismo que aumenta respecto a los 62 días que mantenía en el 2016).

Como mitigante al riesgo de liquidez, la Compañía mantiene líneas de crédito aprobadas, pero no confirmadas, por US\$74.6 millones, otorgadas por Banistmo S.A., Banco General y Bladex, aunque las mismas se compartidas con otras empresas relacionadas (mismo Grupo Económico), entre las cuales se encuentran Geo F. Novey, Inc., CM Realty S.A. y Grupo Industrial Canal. Al mes de abril de

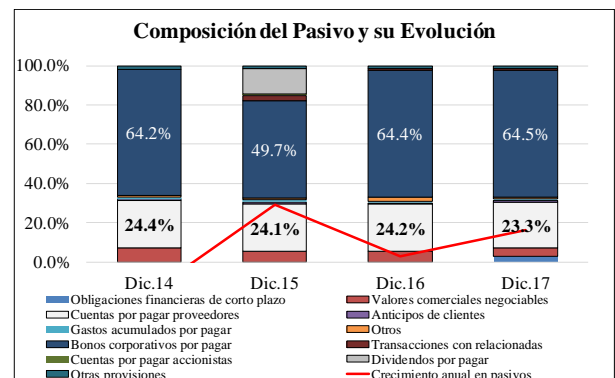
2018, dichas líneas muestran un grado de utilización por parte del Grupo de 33.10%.

### Estructura Financiera y Solvencia

Al 31 de diciembre de 2017, los pasivos de Cochez y Compañía, S.A. registran un incremento interanual de 16.34% al situarse en US\$108.5 millones. Dicha variación recoge un aumento en la deuda financiera de la Compañía, la misma que a su vez constituye su principal fuente de financiamiento. De esta forma, la deuda financiera total pasa de US\$65.0 millones a US\$78.0 millones entre ejercicios, incremento que se sustenta en una nueva emisión de Bonos Corporativos (Serie F) por US\$10.0 millones y la toma de financiamiento bancario a corto plazo (180 días) con Banistmo S.A. por US\$3.0 millones.

Otra partida que igualmente contribuye al aumento del pasivo de la Compañía corresponde a las Cuentas por Pagar a Proveedores que incrementan en 12.07% entre ejercicios al totalizar US\$25.3 millones, lo cual recoge un aumento en los días promedio de cuentas por pagar señalado anteriormente producto de mejores términos crediticios logrados con sus proveedores (especialmente de acero), según lo señalado por la Gerencia de la Compañía.

A continuación, se muestra la evolución de las principales partidas del pasivo de Cochez y Compañía, S.A.:



Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Equilibrium

Cabe señalar que la Compañía mantiene dos Series de Bonos Corporativos Rotativos (E y F) que suman en total US\$20.0 millones (US\$10.0 millones en el 2016) y una Serie de Bonos Subordinados No Acumulativos (D) por US\$50.0 millones, todos contemplados bajo la Cuarta Emisión de Bonos Corporativos de hasta de US\$70.0 millones. Es de indicar que, al cierre del ejercicio 2017, la Compañía mantiene el 100% de dicho Programa colocado.

Con respecto a la colocación de Bonos Corporativos (Series E y F), las mismas son *Bullet*, es decir amortizan el 100% en la fecha de redención (2023 y 2024). Asimismo, la Serie D de Bonos Subordinados redime en el año 2110 (colocación a 99 años) y mantiene la opción de redimir anticipadamente la misma en el año cinco, aunque las proyecciones de la Compañía no recogen lo anterior.

El Prospecto de los Bonos Corporativos del Emisor establece que los fondos netos a obtenerse por la colocación de los Bonos Subordinados serían utilizados para cancelar deudas y/o compromisos financieros. Al mismo tiempo, se indica que los fondos adicionales a obtenerse por la colocación de los Bonos Corporativos Rotativos pueden ser

utilizados para financiar capital de trabajo, inversión en terrenos, maquinaria, mobiliario y/o equipo. Al corte de análisis, el Emisor ha asignado parte del fondeo a dichos usos, toda vez que se muestra un nivel de deuda incremental a lo largo de los ejercicios 2016 y 2017.

Adicionalmente, la Compañía mantiene un Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos de hasta US\$5.0 millones, el mismo que, al corte de análisis, se encuentra colocado en su totalidad bajo la Serie H que redime el 14 de junio de los corrientes.

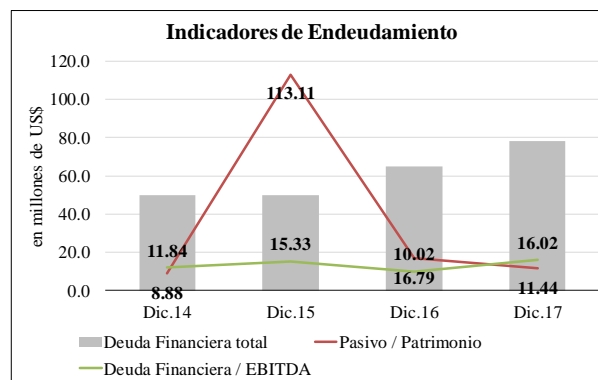
Es de señalar que, tanto los VCNs, como los Bonos Corporativos y Subordinados cuentan únicamente con el respaldo del patrimonio Emisor (garantía genérica). Asimismo, no cuentan con ningún tipo de resguardo financiero.

Con referencia al patrimonio neto de la Compañía, al 31 de diciembre de 2017, el mismo exhibe un incremento de 70.84% al situarse en US\$9.5 millones, variación que se sustenta principalmente en la utilidad obtenida en el ejercicio 2017 por US\$4.2 millones, la cual, al cierre del ejercicio 2017, no ha sido distribuida. Cabe señalar la relevancia de los resultados acumulados de la Compañía sobre el patrimonio total, situación que genera presión sobre los indicadores de solvencia del Emisor en vista que este último no mantiene una política de reparto de dividendos establecida, al mismo tiempo que el capital social suma apenas US\$800 mil, no registrando ningún fortalecimiento a lo largo de los últimos ejercicios. Es de señalar que, según las proyecciones remitidas por la Compañía, no se estaría realizando el reparto de dividendos a lo largo del 2018, lo cual permitiría mejorar la posición del patrimonio como fuente de fondeo y mejorar la palanca contable (Pasivo / Patrimonio).

En línea con lo anterior, al 31 de diciembre de 2017, la Compañía mantiene una elevada palanca contable al situarse la misma en 11.44 veces, la cual si bien disminuye respecto a la palanca de 16.79 veces registrada en el 2016 producto de la retención de utilidades en el patrimonio, la misma continúa siendo elevada.

En tanto, el indicador de apalancamiento financiero (Deuda Financiera Total respecto al EBITDA) incrementa durante el 2017 al pasar de 10.02 a 16.02 veces, toda vez que la toma de incitamiento viene creciendo a mayor velocidad de la propia generación del negocio. Cabe recordar que durante el 2017 la Compañía colocó una nueva Serie de Bonos Corporativos por US\$10.0 millones y mantienen deuda bancaria por otros US\$3.0 millones.

A continuación, se muestran los niveles de endeudamiento de Cochez y Compañía, S.A. a lo largo de los cuatro ejercicios:



Fuente: Cochez y Compañía, S.A./Elaboración: Equilibrium

### Generación, Eficiencia y Rentabilidad

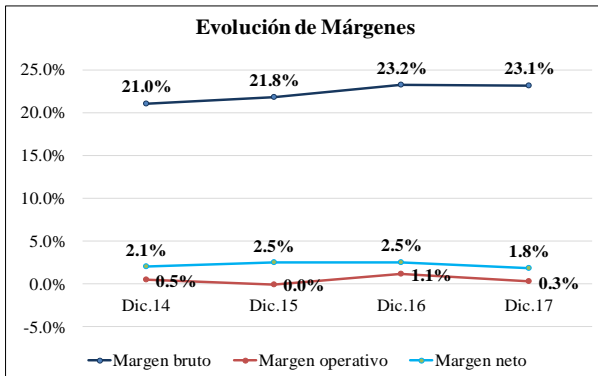
Al 31 de diciembre de 2017, los ingresos por ventas derivadas de las líneas de negocio de la Compañía ascienden a US\$225.6 millones, registrando un leve incremento de 1.2% con respecto al mismo periodo del año anterior. Sobre este punto, es importante señalar que la actividad comercial del Emisor está directamente relacionada a la industria de la construcción a través de la venta de materiales, conllevando a que el crecimiento del negocio se encuentre directamente relacionado a indicadores del sector inmobiliario y construcción. En este sentido, dichos sectores son cíclicos y se encuentran sujetos a fluctuaciones en base al comportamiento de la actividad macroeconómica en Panamá. Lo anterior se recoge en el indicador *Same Store Sale* (SSS) de la Compañía (ventas considerando el mismo número de tiendas), el mismo que se ubica en terreno negativo a lo largo de los últimos tres ejercicios cerrados (-0.9%, -2.7% y -1.9% en indicadores SSS a lo largo de los ejercicios 2015, 2016 y 2017) y en lo que va del 2018 (-5.9% SSS al 31 de mayo de 2018).

Por su parte, el costo de venta se sitúa en US\$173.4 millones al cierre del ejercicio 2017, mostrando una variación interanual de 1.24%, absorbiendo a su vez el 76.86% de los ingresos totales (76.81% en el 2016). De esta manera, la ganancia bruta en ventas se sitúa en US\$52.2 millones, logrando un incremento de 0.97% entre ejercicios. A nivel de margen bruto, el mismo se posiciona en 23.14%, con poca variación respecto al ejercicio anterior (23.19%).

Resulta importante mencionar que la Compañía registra de manera recurrente otros ingresos operativos, los mismos que ascienden a US\$8.6 millones al 31 de diciembre de 2017 y se encuentran relacionados a la naturaleza misma del negocio de la Compañía, como lo son los servicios brindados de manera complementaria a la venta, tales como cortes de madera, instalaciones y acarreo, al igual que el reembolso de gastos de publicidad por parte de sus proveedores.

A pesar de la variación en las ventas y la estabilidad en el margen bruto, la utilidad neta del período retrocede en 26.34% al situarse en US\$4.2 millones, lo cual recoge principalmente un aumento en los gastos operativos (+4.94% interanual al totalizar US\$47.3 millones). Lo anterior conllevó a que el resultado de las actividades de operación se ajuste en 74.66% durante el ejercicio 2017 al totalizar US\$642.0 mil, logrando afrontar los gastos financieros con los ingresos producto de las actividades complementarias al negocio explicado anteriormente.

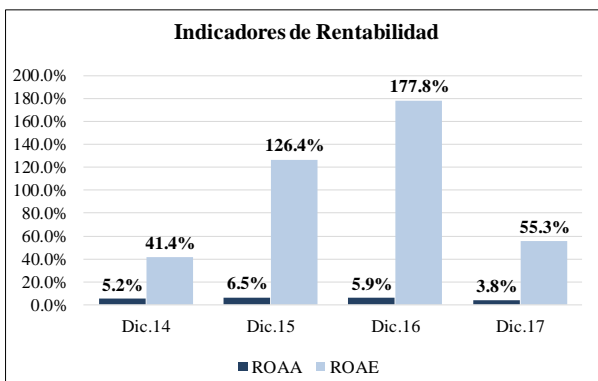
En el siguiente gráfico se presenta la evolución de los márgenes del negocio de la Compañía:



Fuente: Cochez y Compañía, S.A./ Elaboración: Equilibrium

Con referencia a los gastos financieros, los mismos presentan un crecimiento de 10.1% en el 2017 al totalizar US\$6.0 millones, como resultado de la toma de mayor deuda financiera. De este modo, y luego de considerar el gasto por impuesto a la renta (US\$1.4 millones, con un retroceso interanual de 26.68%), la utilidad neta de la Compañía alcanza US\$4.2 millones, disminuyendo en 26.34% respecto al mismo periodo de 2016.

A pesar del ajuste en el resultado neto durante el 2017 que impactan en los indicadores de rentabilidad, la Compañía continúa registrando un alto retorno promedio para el accionista (ROAE) y para los activos (ROAA), los mismos que se sitúan en 55.32% y 3.84%, respectivamente, según se muestra en el siguiente gráfico:

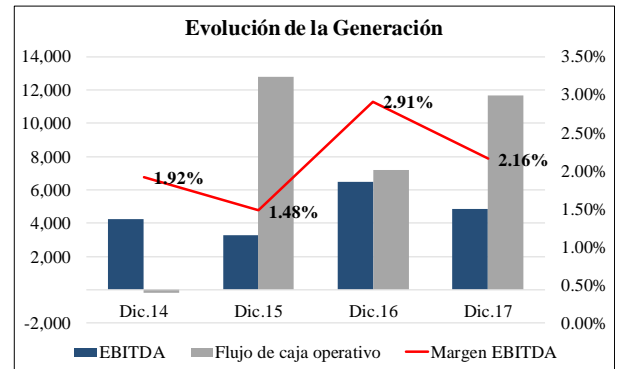


Fuente: Cochez y Compañía, S.A./ Elaboración: Equilibrium

Al analizar la generación de la Compañía, medida a través del EBITDA, se muestra volatilidad en la misma a lo largo de los últimos cuatro ejercicios analizados, exhibiendo además un ajuste en el 2017. De esta manera, el EBITDA alcanza US\$4.9 millones al 31 de diciembre de 2017, retrocediendo en 24.9% respecto al ejercicio 2016, mostrando a su vez un margen que pasa de 2.91% a 2.16% entre ejercicios.

Respecto al Flujo de Caja Operativo, el mismo exhibe la misma volatilidad a lo largo de los últimos cuatro ejercicios, aunque a diferencia del EBITDA, el 2017 le resultó favorable al totalizar US\$11.7 millones (US\$7.2 millones en el 2016). Cabe señalar que Equilibrium ajusta el Flujo de Caja Operativo devolviéndole los gastos financieros del periodo a fin de tomar el mismo para los indicadores de cobertura.

A continuación, se muestra la evolución del Flujo de Caja Operativo y del EBITDA a lo largo de los últimos cuatro ejercicios:

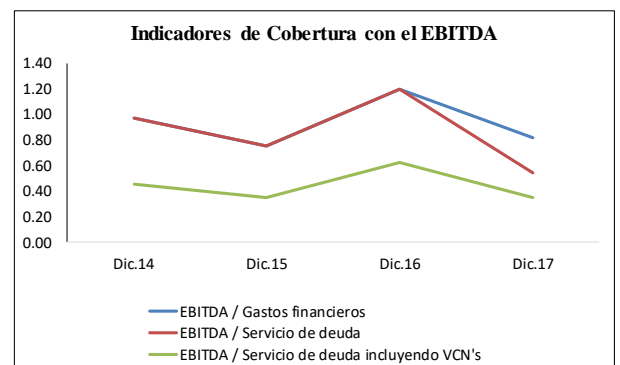


Fuente: Cochez y Compañía, S.A./ Elaboración: Equilibrium

Al medir los indicadores de cobertura, la elevada palanca financiera que mantiene la Compañía conlleva a que la cobertura tanto del gasto financiero como del servicio de deuda con el EBITDA, ubicándose al 31 de diciembre de 2017, en 0.54 veces el servicio de deuda y en 0.82 veces los gastos financieros. Asimismo, de incorporar dentro del servicio de deuda el próximo vencimiento de la Serie H de VCNs por US\$5.0 millones, el indicador se ajusta a 0.35 veces.

Al tomar el Flujo de Caja Operativo para los indicadores de cobertura se muestra una mejor posición al cierre del ejercicio 2017 producto de la evolución favorable del Flujo Operativo durante el ejercicio evaluado, situándose en 2.96 veces para el gasto financiero y en 1.97 para el servicio de deuda (1.26 veces de incorporar el próximo vencimiento de VCNs).

A continuación se muestra la evolución de los indicadores de cobertura con el EBITDA:



Fuente: Cochez y Compañía / Elaboración: Equilibrium

**COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.**  
**ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA**  
 En Miles de Dólares

ACTIVOS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
Caja y Bancos	2,396	7,496	4,074	5,103
Cuentas por cobrar clientes, neto	13,209	15,697	15,148	16,888
Cuentas por cobrar, empleados	92	122	80	76
Mercancía en tránsito	1,456	2,768	1,283	875
Inventarios	24,652	24,851	28,837	28,192
Adelanto a compras	5,293	2,822	4,788	2,345
Impuesto S/R pagado por adelantado	711	0	-	522
Cuentas por cobrar otras	659	191	294	142
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>48,469</b>	<b>53,945</b>	<b>54,504</b>	<b>54,143</b>
Cuentas entre empresas relacionadas	1,112	0	7,150	21,817
Propiedades, planta y equipo, neto	26,927	35,613	35,247	39,918
Otros activos	1,523	1,732	1,858	2,060
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>29,563</b>	<b>37,345</b>	<b>44,256</b>	<b>63,796</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>78,032</b>	<b>91,290</b>	<b>98,760</b>	<b>117,939</b>
PASIVOS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
Obligaciones financieras de corto plazo	0	0	0	3,000
Valores comerciales negociables	5,000	5,000	5,000	5,000
Cuentas por pagar proveedores	17,116	21,841	22,535	25,254
Anticipos de clientes	320	737	538	862
Gastos acumulados por pagar	624	1,052	681	736
Otros	690	797	2,207	1,182
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>23,751</b>	<b>29,428</b>	<b>30,961</b>	<b>36,034</b>
Bonos corporativos por pagar	45,000	45,000	60,000	70,000
Transacciones con relacionadas	0	2,260	670	785
Cuentas por pagar accionistas	0	750	0	0
Dividendos por pagar	0	11,542	0	0
Otras provisiones	1,383	1,510	1,578	1,637
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>46,383</b>	<b>61,063</b>	<b>62,248</b>	<b>72,422</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>70,134</b>	<b>90,490</b>	<b>93,209</b>	<b>108,456</b>
Capital social	800	800	800	800
Resultados acumulados	7,098	0	4,751	8,683
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>7,898</b>	<b>800</b>	<b>5,551</b>	<b>9,483</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>78,032</b>	<b>91,290</b>	<b>98,760</b>	<b>117,939</b>

**COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.**  
**ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES**  
 En Miles de Dólares

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
Ingresos por servicios a empresas del Sist. Financiero	220,287	220,500	223,003	225,628
Costo de servicios	-173,937	-172,427	-171,296	-173,420
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>46,350</b>	<b>48,073</b>	<b>51,707</b>	<b>52,208</b>
Gastos de Administración	-42,005	-44,413	-45,095	-47,324
Gastos para cuentas malas	-122	-398	-128	-14
Depreciación y amortización	-3,167	-3,336	-3,949	-4,228
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>1,057</b>	<b>-74</b>	<b>2,536</b>	<b>642</b>
Gastos Financieros	-4,331	-4,345	-5,426	-5,974
Intereses ganados	51	53	61	72
Recuperación de cuentas malas		1	23	0
Otros Ingresos/Gastos no operativos	9,275	11,674	10,341	10,783
Ganancia en venta - activo fijo	1	3	-2	
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>6,053</b>	<b>7,312</b>	<b>7,532</b>	<b>5,522</b>
Impuesto a las ganancias	-1,507	-1,817	-1,886	-1,364
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>4,546</b>	<b>5,495</b>	<b>5,646</b>	<b>4,159</b>

**COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.**

<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>	<b>Dic.14</b>	<b>Dic.15</b>	<b>Dic.16</b>	<b>Dic.17</b>
<b>SOLVENCIA</b>				
Pasivo / Patrimonio	8.88	113.11	16.79	11.44
Deuda Financiera / Pasivo	0.71	0.55	0.70	0.72
Deuda Financiera / Patrimonio	6.33	62.50	11.71	8.23
Pasivo / Activo	0.90	0.99	0.94	0.92
Pasivo Corriente / Pasivo total	0.34	0.33	0.33	0.33
Pasivo No Corriente / Pasivo total	0.66	0.67	0.67	0.67
Deuda Financiera / EBITDA	11.84	15.33	10.02	16.02
<b>LIQUIDEZ</b>				
Liquidez Corriente (Activo Cte. / Pasivo Cte.)	2.04	1.83	1.76	1.50
Prueba Ácida (Activo Cte. - Inventario - Gastos Pagados por Anticipado / Pasivo Cte.)	1.00	0.99	0.83	0.72
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Cte.)			0.13	0.14
Capital de Trabajo (Activo Cte. - Pasivo Cte.)	24,718	24,518	23,543	18,109
<b>GESTIÓN</b>				
Gastos operativos / Ingresos	19.07%	20.14%	20.22%	20.97%
Gastos financieros / Ingresos	1.97%	1.97%	2.43%	2.65%
Días promedio de Cuentas por Cobrar	22	24	25	26
Días promedio de Cuentas por Pagar	34	41	46	50
Días promedio de Inventarios	49	52	56	59
Ciclo de conversión de efectivo	36	35	36	35
<b>RENTABILIDAD</b>				
Margen bruto	21.04%	21.80%	23.19%	23.14%
Margen operativo	0.48%	-0.03%	1.14%	0.28%
Margen neto	2.06%	2.49%	2.53%	1.84%
ROAA	5.19%	6.49%	5.94%	3.84%
ROAE	41.38%	126.36%	177.81%	55.32%
<b>GENERACIÓN</b>				
Flujo de caja operativo	-163	12,768	7,213	11,683
Flujo de caja operativo + gastos financieros	4,169	17,112	12,639	17,657
EBITDA	4,224	3,262	6,484	4,870
Margen EBITDA	1.92%	1.48%	2.91%	2.16%
<b>COBERTURAS</b>				
EBITDA / Gastos financieros	0.98	0.75	1.20	0.82
EBITDA / Servicio de deuda	0.98	0.75	1.20	0.82
EBITDA / Servicio de deuda incluyendo VCN's	0.45	0.35	0.62	0.35
FCO + Gastos financieros / Gastos financieros	0.96	3.94	2.33	2.96
FCO + Gastos financieros / Servicio de deuda	0.96	3.94	2.33	2.96
FCO + Gastos financieros / Servicio de deuda incluyendo VCN's	0.45	1.83	1.21	1.26



**ANEXO I**  
**HISTORIA DE CALIFICACIÓN - COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.**

Instrumento	Calificación Anterior	Calificación Actual (31.12.17)	Definición de Categoría Actual
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (hasta por US\$5.0 millones) Serie I	-	<i>(nueva)</i> EQL 2-pa	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados

**ANEXO II**  
**ACCIONISTAS, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL - COCHEZ Y COMPAÑÍA, S.A.**

**Accionistas al 31.12.2017**

Accionistas	Participación
Fundación COMAR	34.0%
OFEMA, S.A.	8.50%
BLUSTONE, S.A.	8.50%
Conos Investment S.A.	6.34%
ANROS ENTERPRISES, S.A.	6.13%
FEBOX, S.A.	6.13%
INVERSIONES HENMOT, S. A	6.13%
SILVERLAKE INVESTMENTS, INC.	6.13%
Accionista con menos del 3, 2, 1%	18.14%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>

Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Equilibrium

**Directorio al 31.12.2017**

Directorio	
Raúl Cochez Martínez	Presidente
Raúl Cochez Maduro	Vicepresidente
Arturo Cochez Maduro	Tesorero
Carlos García de Paredes Motta	Secretario
Roberto Motta Stanziola	Director
Robbie García Noriega	Director
Roland Lohner	Director

Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Equilibrium

**Plana Gerencial al 31.12.2017**

Nombre	Cargo
José Francisco Palacios	CEO
Nathalie Tesone Lasman	VP Marketing
Leticia Camero Ch	VP IT
Fernando Guardia Quijano	CFO
Sabas Coronado	Contralor
Isaac Reyes Castillo	VP Planificación y Desarrollo
Dianeth Enith Salazar González	VP Recursos Humanos
Raul F. Cochez Álvarez	VP Operaciones
Anthony Sturge	VP Compras
Roberto Pereira	VP Ventas Comerciales

Fuente: Cochez y Compañía, S.A. / Elaboración: Equilibrium

**ANEXO III**  
**DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS – COCHEZ Y COMPAÑÍA S.A.**

Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables hasta por US\$5.0 millones	
<b>Serie</b>	I ( <i>Próxima a ser colocada</i> )
<b>Monto Máximo por Emitir:</b>	US\$5.0 millones
<b>Tasa de Interés</b>	<i>Por definirse</i>
<b>Pago de Interés:</b>	Los intereses se pagarán trimestralmente los días quince (15) de cada mes., hasta su vencimiento.
<b>Pago de Capital:</b>	Al vencimiento
<b>Plazo</b>	365 días
<b>Fecha de Oferta:</b>	<i>Por definirse</i>
<b>Fecha de Vencimiento:</b>	<i>Por definirse</i>
<b>Redención anticipada:</b>	El Emisor tendrá la opción de redimir anticipadamente todo o parte de los VCNs.
<b>Respaldo:</b>	No aplica. Esta oferta estará respaldada únicamente por el crédito general del Emisor.

© 2018 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada “TAL CUAL” sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.