

**CALIFICACIÓN:**

Quinto Programa Papel Comercial	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Revisión
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	abril 2023

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una excelente capacidad de pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones de la Circular de Oferta Pública, del respectivo Contrato Privado y demás documentos habilitantes.

HISTORIAL DE CALIFICACIÓN	FECHA	CALIFICADORA
AAA	abr-2022	GlobalRatings
AAA	oct- 2022	GlobalRatings
AAA	abr-2023	GlobalRatings

**CONTACTO**

**Hernán López**  
Presidente Ejecutivo  
hlopez@globalratings.com.ec

**Mariana Ávila**  
Vicepresidente Ejecutivo  
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para el Quinto Programa de Papel Comercial de SUPERDEPORTE S.A. en comité No. 276-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 31 de octubre de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha de corte agosto 2023. (Aprobado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros mediante Resolución No. SCVS-IRQ-DRMV-2022-00005255 el 13 de julio de 2022 por un monto de hasta USD 10.000.000).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- El sector comercial en el país creció 3,9% en el 2022, cifra que se encuentra por encima del crecimiento de la economía ecuatoriana de 2,9% y contribuye con alrededor de 16,8% del total de empleo ecuatoriano, además de ser considerada la segunda actividad económica de mayor relevancia en el país. El BCE estima que la producción comercial crezca 3,01% en 2023, acorde con el desempeño de la economía y el mercado en general.
- SUPERDEPORTE S.A. es el líder en el negocio de *retail* de calzado, ropa y accesorios deportivos a nivel nacional, en el que existen altas barreras de entrada y salida. Las tendencias mundiales hacen que productos sustitutos locales se perciban de menor calidad y por lo tanto menos atractivos. La compañía mantiene una sólida posición con clientes y proveedores al contar con la representación a nivel nacional de varias marcas deportivas
- SUPERDEPORTE S.A. cuenta con una estructura bien definida bajo lineamientos del Grupo *Marathon Sports*. La compañía tiene un Directorio Estatutario con miembros independientes que es responsable de los lineamientos estratégicos, lo que evidencia una administración transparente y objetiva, que le ha permitido posicionarse como referente en el medio con la representación de las principales marcas deportivas a nivel mundial.
- La compañía mantuvo una tendencia creciente en el nivel de ventas a partir de 2020, la que se prevé mantener en periodos futuros. Altos niveles de margen bruto influyeron directamente en la generación de utilidades a nivel operativo y en el aumento de la utilidad neta en el periodo. En 2022 los principales índices de rentabilidad ROA y ROE representaron 5% y 17%, respectivamente, lo que supone rendimientos atractivos frente a inversiones alternativas con un riesgo similar. Una proyección conservadora indica que los niveles de estos parámetros tenderían a 3% y 10% en un futuro próximo, valores igualmente atractivos.
- A agosto 2023 se refleja un alto incremento de inventarios como preparación para el último trimestre del año que es el más fuerte en ventas. Esto causó un aumento de la deuda de corto plazo que sería cubierta con los ingresos señalados. En consecuencia, el apalancamiento llegó a valores superiores a 4 y la proyección indica que bajaría a niveles inferiores a 3 en los próximos periodos. De igual manera, el índice de liquidez, históricamente en niveles de 0,75, tendería a incrementarse hasta valores de 0,9. La generación de EBITDA (USD 16,4 millones en 2023 y sobre USD 20 millones en 2024 y 2025) permite cubrir con holgura el gasto financiero y el total de la deuda con costo podría ser cancelado con un poco más de dos años de EBITDA. Inversiones en nuevos locales pueden ser cubiertas con flujos positivos a nivel operacional y con el ya señalado aumento de la deuda. Desde 2024 en adelante se prevé una generación de flujo operacional positiva que cubriría las nuevas inversiones y permitiría cancelaciones importantes de la deuda con costo. Se prevé un cierre de 2023 con utilidades superiores a los USD 2 millones las que alcanzarían USD 5 millones y USD 7,5 millones en 2024 y 2025 respectivamente.
- SUPERDEPORTE S.A. mantuvo un flujo de efectivo de actividades de operación positivo durante el periodo 2020- 2022, lo que demuestra la capacidad de generar flujo derivado de las actividades ordinarias, incluso en escenarios menos favorables. Estos recursos fueron suficientes para cubrir las inversiones planificadas y para cancelar deuda con costo.
- La emisión bajo análisis ha cumplido con las garantías, resguardos y límite de endeudamiento presente en su estructuración. Adicionalmente, el instrumento cuenta con una garantía específica consistente en el "Fideicomiso de Garantía Superdeporte -Solucionesa" al que se aportó un terreno ubicado en la provincia de Manabí con un avalúo comercial de USD 37 millones. Esta garantía por la magnitud del monto está anexada como garantía específica de igual manera para el Sexto Programa de Papel Comercial.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

Los ingresos de la compañía provienen de la comercialización de productos relacionados al deporte y actividades de recreación a través de más de 150 tiendas ubicadas en todo el país bajo el nombre comercial de "Marathon Sports", "Bodegas Deportivas", "Explorer", "The Athlete's Foot", "Xploit", "Marathon Outlet", "Teleshop", "Puma", "Under Armour" y "Big Head", además a través de canales e-Commerce.

En el análisis histórico, el Emisor registró un comportamiento creciente de ventas entre 2020 y 2022. Durante 2021, el consumo a nivel general se recuperó con respecto a 2020, año extraordinario por la situación de la pandemia, donde SUPERDEPORTE S.A. se vio afectado en sus ingresos por las restricciones de movilidad y el cierre temporal de centros y locales comerciales. De esta manera, presentó un crecimiento de 36% en el nivel de ingresos con respecto al cierre de 2020, tendencia que siguió al alza en el año 2022. El mundial de fútbol de Qatar 2022 impulsó las ventas de la compañía en 26%, generando un incremento en la utilidad bruta de USD 20,89 millones.

A agosto de 2023, los ingresos de la compañía aumentaron 11% comparado con agosto de 2022.

Por su parte, el costo de ventas mantuvo variaciones en el periodo de análisis ante la volatilidad principalmente de la mercadería importada, principal componente de las ventas. Para el cierre de 2021, fruto de la utilización de inventario existente y variaciones en la dinámica de precios, existió una disminución del porcentaje sobre el total de las ventas que representó 52,17% de los ingresos. Este parámetro se estabilizó en 53,44% para diciembre de 2022 dentro del marco de normalización económica. La utilidad bruta, producto de las fluctuaciones del costo de ventas y el comportamiento de los ingresos, alcanzó su máximo histórico en 2022, cuando alcanzó USD 111,23 millones, lo que demuestra la resiliencia de la empresa al recuperar en un plazo muy corto los volúmenes anteriores a la pandemia e incluso superarlos. Hasta agosto de 2023 la compañía mantuvo un incremento en el costo de ventas que representó 57,51% de los ingresos, basado en la estrategia de optar por un mayor volumen de producto vendido con un menor margen.

El total de gastos operacionales presentó eficiencia a lo largo de los años, pasando de representar 45,60% de las ventas en 2020 y 39,25% en 2021, a 36,45% en 2022. Durante 2022 existió un incremento en términos monetarios, coherente con mayores gastos por beneficios a empleados, y alcanzó los USD 87,07 millones; sin embargo, en términos relativos mantuvo una participación sobre las ventas inferior a la presentada durante 2020 y 2021, lo que demuestra una absorción de los gastos fijos a través de mayores ventas. A agosto de 2023, la participación de gastos operativos es de 41,37%, presentando una variación marginal a la de agosto de 2022.

Los gastos financieros netos dependen de las fuentes de financiamiento requeridas en cada uno de los ejercicios y representaron consistentemente una menor participación sobre los ingresos, pasando de representar 6,9% en 2020 a 4,19% en 2022.

La cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros evidenció una cobertura suficiente y holgada en el periodo analizado, con valores superiores a dos, a excepción de 2020, donde la pérdida operativa mantuvo a este indicador prácticamente inexistente ante un escenario excepcional.

Los resultados netos fueron crecientes y consistentemente positivos, con excepción de 2020 cuando existió una pérdida por USD 8,38 millones por efecto de la crisis derivada del Covid 19. Los principales índices de rentabilidad ROA y ROE registraron durante 2022 valores de 5% y 17% respectivamente; resultados más que satisfactorios al compararlos con inversiones alternativas de un riesgo similar.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	AGOSTO 2022	AGOSTO 2023
	REAL			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	138.857	188.893	238.905	125.127	138.355
Utilidad operativa (miles USD)	(4.564)	16.211	24.163	5.310	1.541
Utilidad neta (miles USD)	(8.375)	4.849	10.448	(659)	(7.070)
EBITDA (miles USD)	192	20.820	27.967	8.228	3.871
Deuda neta (miles USD)	84.949	70.621	59.804	72.660	76.594
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	22.165	17.939	21.195	5.869	(3.327)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	27.737	28.479	36.189	29.615	36.759
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	68.750	62.175	70.201	71.751	61.135
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,00	0,33	0,40	0,11	0,06
Capital de trabajo (miles USD)	(17.947)	(44.057)	(36.569)	(39.531)	(36.752)
ROE	-19%	10%	17%	-2%	-24%
Apalancamiento	3,87	3,55	2,76	3,74	4,51

Fuente: Estados financieros Auditados 2020 – 2022; Estados Financieros internos agosto 2022 y agosto 2023

Los activos de la compañía se mantuvieron incrementales, presentando una mayor participación en el activo no corriente ante mayores valores en propiedades de inversión en el largo plazo. La cartera comercial representa un porcentaje menor de las ventas realizadas, la gran mayoría son realizadas al contado o a través de tarjetas de crédito y mantienen una concentración en plazos hasta 30 días de vencimiento. Por su parte, los días de inventarios se mantuvieron decrecientes por procesos que buscan eficiencia en la utilización de efectivo. La propiedad, planta y equipo y propiedades de inversión, principales componentes del activo total mantienen estabilidad, siendo la principal variación la depreciación acumulada.

Los pasivos totales financiaron cada vez una menor proporción de los activos, situación que deriva de mejores resultados del ejercicio que produjeron un menor apalancamiento. La deuda con costo (entidades financieras, Mercado de Valores y préstamos con terceros), principal componente del pasivo disminuyó su importancia relativa de acuerdo con una generación operativa de efectivo que fue suficiente para fondar la operación y las inversiones requeridas, situación que generó una deuda neta decreciente a partir de 2020.

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Es importante destacar que las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. tienen como base las estimaciones y las estrategias delineadas por la administración y fueron elaboradas a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de forma que las conclusiones expuestas, así como el análisis que las acompañan no son definitivas. En este sentido, cambios en el marco legal, económico, político y financiero tanto a nivel local como internacional, podrían ocasionar fluctuaciones significativas en el comportamiento de las variables proyectadas.

Con respecto a las ventas, en un escenario conservador, para 2023 se proyecta un incremento moderado de los ingresos respecto de 2022 (+3%), considerando mayores ventas en el último trimestre del año, que históricamente ha representado cerca de 37% de los ingresos totales del año y en consecuencia a las estrategias de focalización y marketing que está realizando la compañía y a una mayor participación del canal *e-Commerce*, que ha ganado representación durante los últimos años; sin embargo, se prevé que el crecimiento sea menor que en 2022 ya que este año fue el mundial de fútbol Qatar 2022 y constituye un año estacional para la compañía. Para los años 2024 y 2025 se estiman incrementos de los ingresos de 4%, respectivamente.

En lo que respecta al costo de ventas, se proyecta una participación sobre ventas de 56% para el año 2023 y de 55% para los años siguientes tomando en cuenta la relativa estabilidad que ha mantenido el costo de ventas entre 2021 y 2022 y las acciones que están tomando para aumentar la eficiencia en los procesos. Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas y en concordancia con el comportamiento histórico, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de los créditos bancarios con entidades financieras y el Mercado de Valores de acuerdo con las necesidades de fondeo estimadas.

Se proyecta un EBITDA creciente a partir de 2023 ante una mayor utilidad operativa y mayores gastos por depreciación y amortización, consecuencia de un incremento en propiedad, planta y equipos. La cobertura de EBITDA sobre gastos financieros se ubicaría cercana a 2 veces en 2023 y 2024 y podría superar 3 veces en 2025, denotando una sólida posición de solvencia de la compañía. Así también los años de pago con EBITDA se proyectan decrecientes para el periodo de vigencia de la emisión y representando, en algunos casos, plazos inferiores a los vigentes de las obligaciones financieras.

La proyección contempla un ROE promedio de 8% en el periodo proyectado; rendimientos de esa naturaleza son buenos para cualquier empresa y constituyen un fiel reflejo de las adecuadas políticas de gestión de la compañía.

Se proyecta un crecimiento en la operatividad de la compañía, lo que se refleja directamente en un mayor nivel de activos, con 20 días de cartera para el periodo 2023 - 2025, valores similares a los presentados históricamente. Por su parte, se proyectan 125 días de inventarios para 2023, y 120 para 2024 y 2025, lo que resulta estable frente a los 123 días de inventario registrados en 2022. La proyección estima un índice de liquidez inferior a la unidad, situación similar a la presentada durante los últimos 3 años; no obstante, presentará una tendencia creciente y la realidad de este indicador dependerá de la capacidad de la compañía de reestructurar su deuda con costo al largo plazo durante los próximos años.

Se estiman inversiones en activos fijos para los próximos años, lo que podría diferir de acuerdo con los lineamientos estratégicos de la compañía.

La estructura del pasivo disminuirá por las nuevas fuentes de fondeo, con respecto al comportamiento histórico, con una participación decreciente del apalancamiento, la deuda neta disminuirá gradualmente en los años siguientes en función de mejores resultados proyectados para periodos futuros y a un estimado donde no se reparten dividendos en 2024 y 2025 y los resultados se mantienen en cuentas patrimoniales. Estos supuestos pueden variar en función de repartos de dividendos durante 2024 y 2025.

Los Estados Financieros proyectados revelan que la compañía está en capacidad de generar flujos positivos mediante sus actividades operativas, aún bajo escenarios estresados. Estos recursos le permitirán a la compañía financiar las inversiones en CAPEX planificadas para cada año, disminuir la deuda con costo para periodos futuros, o en su defecto pagar dividendos durante los próximos años, situación que generará un flujo de actividades de financiamiento negativo.

La deuda neta se proyecta decreciente para los próximos años, coherente con los resultados de los ejercicios, financiando de mayor manera la operación a través de recursos propios. De la misma manera, se proyecta un apalancamiento decreciente a partir de 2023, que disminuirá año a año durante el periodo analizado.

RESULTADOS E INDICADORES	2023	2024	2025
	PROYECTADO		
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	246.072	255.915	266.152
Utilidad operativa (miles USD)	12.670	16.295	17.517
Utilidad neta (miles USD)	2.022	4.509	7.008
EBITDA (miles USD)	16.475	20.099	21.321
Deuda neta (miles USD)	79.998	63.400	52.849
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	679	9.716	12.085
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	34.724	33.767	35.117
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	59.801	66.505	42.735
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,28	0,30	0,50
Capital de trabajo (miles USD)	(38.857)	(20.475)	(14.456)
ROE	5%	8%	11%
Apalancamiento	4,47	3,09	2,71

Fuente: GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

## FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía. Medidas gubernamentales tendientes a dinamizar la economía son elementos que mitigan el riesgo de iliquidez y permiten suponer una recuperación de la actividad productiva lo que es beneficioso para todas las empresas.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de SUPERDEPORTE S.A. lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la compañía tiene contratos suscritos con compañías privadas, lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- Afectación en la variación de los precios de los productos comercializados, lo que podría generar variación en los márgenes. Este riesgo se mitiga con contratos con proveedores a plazos más largos y un adecuado nivel de inventarios.
- Aparición de competidores que tengan oferta de productos y/o soluciones de mayor conveniencia para los clientes, lo cual podría afectar las ventas de la compañía. La empresa mantiene políticas de innovación respecto de sus productos acentuando sus ventajas comparativas, elementos diferenciadores y control adecuado de costos lo que permite tener precios competitivos.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdidas de información. La compañía mitiga este riesgo por medio de políticas y procedimientos para la

administración de respaldos de bases de datos, así como mediante aplicaciones de *software* contra fallas para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible.

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados:

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son inventarios (USD 5.000.000), cuentas por cobrar comerciales (USD 2.000.000) y propiedades y equipos (USD 3.000.000). Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga a través de pólizas de seguros que mantienen sobre los activos.
- Uno de los riesgos que puede mermar la calidad de las cuentas por cobrar que respaldan la Emisión son escenarios económicos adversos que afecten la capacidad de pago de los clientes a quienes se ha facturado. La empresa mitiga este riesgo mediante la política de crédito bien estructurada que mantiene donde se definen los parámetros de cada cliente y se analiza su capacidad de pago. Asimismo, dado el giro de negocio de la compañía las ventas se dirigen al consumidor final por lo que tienen una concentración baja que mitiga este riesgo.
- Los inventarios son susceptibles de deterioro, pérdidas por robo y obsolescencia lo que implica un evidente riesgo de deterioro. La empresa mantiene un adecuado control en lo que respecta al almacenaje de los bienes, a la mantención de seguros según corresponda y a una adecuada rotación y disposición de aquellos *ítems* que no cumplan los requerimientos en cuanto a su estado para su posterior utilización y/o venta.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene SUPERDEPORTE S.A. se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas por USD 49,75 millones, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar a compañías relacionadas corresponden a 20% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo del Quinto Programa de Papel Comercial es medianamente representativo, si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, se podría generar un efecto negativo en los flujos de la empresa. Por esta razón, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

## INSTRUMENTO

QUINTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL					
Características	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Garantía general	10.000.000	359	720	Al vencimiento	Cupón cero
Garantía específica	<p>Fideicomiso Mercantil "Fideicomiso de Garantía Superdeporte -Solucionesa" que contará con su propio patrimonio autónomo distinto del patrimonio individuales del CONSTITUYENTE, del DEUDOR, de los BENEFICIARIOS y de la FIDUCIARIA, así como de otros fideicomisos mercantiles que administre la FIDUCIARIA. El CONSTITUYENTE aporta y transfiere al FIDEICOMISO, sin reserva ni limitación alguna los siguientes bienes:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ La suma de UN MIL DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (USD 1.000,00), con la cual se conformará el Fondo de Gastos, fondo que será destinado al pago de posibles pasivos que tenga el Fideicomiso, así como los honorarios de la Fiduciaria, cuando estos no hubieren sido cancelados.</li> <li>■ Un lote de terreno identificado como hijuela tres con un avalúo comercial de USD 37.596.737.</li> </ul>				

**QUINTO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL**

Destino de los recursos	Los recursos provenientes de los procesos de emisión de obligaciones de corto y/o largo plazo fueron utilizados en un 80% para capital de trabajo, el cual consistirá en actividades destinadas a financiar más plazo para clientes, mejorar términos y condiciones con proveedores tanto en el aprovisionamiento de inventarios como en plazos de pago de insumos, entre otros de similar naturaleza; y un 20% para estructuración de pasivos financieros.
Estructurador financiero	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV
Agente colocador	Silvercross S.A. Casa de Valores SCCV
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Representantes de obligacionistas	Bondholder Representative S.A.
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación. En una razón mayor o igual a 1,25.</li> </ul>
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ El emisor mientras esté vigente el presente programa de papel mantendrá un límite de endeudamiento financiero semestral de hasta 5 veces el patrimonio de la compañía (pasivos financieros / Patrimonio), considerándose como pasivo financiero a la deuda financiera y bursátil de corto y largo plazo. Para la base de la verificación se tomará los estados financieros semestrales correspondientes al 30 de junio y 31 de diciembre de cada año.</li> </ul>

Fuente: Circular de Oferta Pública

El Informe de Calificación de Riesgos del Quinto Programa de Papel Comercial de SUPERDEPORTE S.A. ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

**Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.**  
Presidente Ejecutivo