

CALIFICACIÓN:

Primer Papel Comercial	AAA
Tendencia	(-)
Acción de calificación	Inicial
Metodología de calificación	Valores de Deuda
Fecha última calificación	N/A

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del 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 Monetarias, 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 del Circular de Oferta Pública, del respectivo Contrato Privado de Emisión y demás documentos habilitantes.

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 Primer Programa de Papel Comercial de SURGALARE S.A. en comité de análisis No. 318-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 12 de diciembre de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022, estados financieros internos, proyecciones financieras y otra información relevante con fecha octubre de 2023. (Aprobado por la Junta General Extraordinaria de Accionistas el 01 de noviembre de 2023 por un monto de hasta USD 3.000.000).

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

- El sector de reciclaje en el Ecuador es un sector que desde sus inicios en los años 70 presentó una tendencia creciente y con expectativas de mantenerse así en el tiempo. Las empresas que se dedican a esta actividad han crecido, en vista de que han logrado desarrollar y procesar los residuos para transformarlos nuevamente en materia prima, que en la actualidad es altamente demandada por compañías y empresas que buscan mejorar su huella de carbono. En este sentido, SURGALARE S.A. cuenta con diversas oportunidades para continuar con el desarrollo de productos sostenibles que le permitirían afianzarse como una entidad de importancia en el sector.
- SURGALARE S.A. es una empresa que cuenta con más de 10 años de experiencia, trabajando en conjunto con las empresas del grupo al que pertenece, con estrategias de crecimiento y expansión que han permitido que ocupe cada vez un lugar más relevante en el mercado. Los accionistas son también los principales directivos de la empresa y cuentan con amplia experiencia profesional en el sector. Actualmente, el directorio no está constituido, pero está dentro de los planes de los accionistas, al igual que la implementación de prácticas de gobierno corporativo.
- SURGALARE S.A. presentó ingresos crecientes durante el periodo analizado debido al volumen incremental de ventas que responde de manera favorable a las inversiones continuas en activos fijos para incrementar la capacidad productiva. Esto ha permitido generar resultados consistentemente positivos entre 2020 y 2022, a pesar del incremento en el costo de la materia prima, generando retornos favorables con respecto al activo y al patrimonio. A octubre de 2023, el costo de ventas se redujo considerablemente debido a que la compañía pasó de vender material reciclado a utilizarlo como materia prima para el nuevo molino de papel instalado. Esto permitió incrementar los márgenes y como consecuencia, la utilidad neta. En 2024, se espera que entre en funcionamiento total la máquina de papel *tissue*, lo que permitiría continuar con el descenso del costo de ventas e incrementaría los ingresos.
- La compañía ha demostrado una capacidad de generar flujos mediante actividades operativas, lo que permite financiar parte de las actividades de inversión en propiedad, planta y equipo. La cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros y sobre los vencimientos de corto plazo de la deuda con costo fue superior a la unidad en los dos últimos años. A octubre de 2023, la cobertura se ubica por encima de 4 a pesar del incremento en deuda con costo ante la colocación de la Primera Emisión de Obligaciones.
- El patrimonio de la compañía se ha incrementado debido por una parte a la revalorización de terrenos y por otra a un aumento de capital realizado en noviembre de 2022, que junto a utilidades positivas y crecientes permiten un nivel patrimonial coherente con el crecimiento experimentado por la empresa y una reducción del apalancamiento.
- Los indicadores de solvencia, liquidez y rentabilidad se proyectan favorables entre 2023 y 2026, aún bajo un escenario conservador, lo que evidencia la sostenibilidad de la estructura financiera de la compañía en el tiempo. La empresa presenta un crecimiento importante en los próximos años en su activo fijo, lo que permitiría expandir la productividad, aumentar las ventas y reducir los costos.
- El instrumento bajo análisis se encuentra debidamente estructurado y cuenta con un compromiso adicional respecto a la repartición de dividendos, además un límite de endeudamiento que establece un máximo de deuda financiera respecto con el nivel de activos.

DESEMPEÑO HISTÓRICO

SURGALARE S.A. tiene como actividad principal el reciclaje de todo tipo de papel, cartón, y otros materiales para su comercialización, y venta al por mayor y menor de los materiales de reciclamiento y actividades de reciclaje en general.

Las ventas de la compañía presentaron una tendencia creciente entre 2020 y 2022, al pasar de USD 1,61 millones a USD 10,22 millones, lo que representa un incremento de 533%. Este comportamiento se atribuyó al aumento en el volumen de producción y al crecimiento de demanda en la industria. A octubre de 2023, la compañía registró ventas por USD 7,96 millones, lo que en el análisis interanual evidenció una disminución de 9% con respecto a octubre de 2022, cuando las ventas registraron USD 8,79 millones. Esto responde a la estrategia de la compañía, debido a que el año anterior se vendía 100% del material reciclado a diferentes clientes, mientras que en 2023 gran parte de este material pasó a ser utilizado como materia prima para el nuevo molino papelerero.

El costo de ventas está ligado a la compra de material, por lo que crece mientras más material se adquiere, considerando que también hay ocasiones cuando la empresa tiene que importar materia prima debido a escasez a nivel nacional. La evolución del margen bruto se debe a la variación del costo de ventas, que presenta un alza importante al cierre de 2021, llevando a que la utilidad bruta presente una disminución de 8% frente a 2020. Sin embargo, una ligera optimización del costo en 2022, junto con el fuerte incremento en ventas permitió que el margen bruto incremente 90% en ese año, superando USD 850 mil.

Es importante enfatizar que el costo de ventas interanual presenta una baja importante, pasando de representar 90,77% de los ingresos en octubre 2022 a un 82,95% a octubre 2023. Debido a que la compañía ahora utiliza el material reciclado como materia prima para el molino de papel, la cantidad de materia prima disminuyó, reduciendo así el costo de ventas e incrementando el margen a pesar de menores ventas a octubre 2023. En concreto, el margen bruto pasó de representar 9% de las ventas a 17%.

La estructura de gastos operativos ha fluctuado entre USD 400 mil y USD 590 mil, lo que benefició a que en el año 2022 se mantenga una estructura de gastos con apenas una participación de 5% sobre las ventas. A octubre de 2023 los gastos operativos alcanzaron un monto de USD 709 mil con una participación de 9% sobre las ventas. A pesar de un incremento en el valor de los gastos operativos, el incremento de ventas en el periodo permitió que la utilidad operativa sea creciente, pasando de una pérdida en 2020 a una utilidad de USD 347 mil en 2022. Este crecimiento permitió que el EBITDA también incremente en valor y pueda ofrecer una cobertura de los gastos financieros superior a 1,4 desde 2021.

En cuanto a los gastos financieros, estos dependen directamente del nivel de deuda con costo de la compañía, y han sido incrementales desde 2020.

La utilidad neta alcanzó USD 17 mil en 2020 debido a otros ingresos no operacionales correspondientes a reembolsos de gastos. En 2021, a pesar de la utilidad operativa generada, se alcanzó una utilidad neta de USD 16 mil debido al incremento de gastos financieros. Sin embargo, a causa del fuerte incremento de ventas en 2022 que benefició a todos los márgenes, la utilidad neta llegó al máximo con un valor de USD 140 mil.

A octubre de 2023, a pesar de mayores gastos operativos, la optimización del costo de ventas que permitió crecimientos en la utilidad bruta y operativa se vio reflejado también en la utilidad neta, que alcanzó una cifra de USD 551 mil y un ROE de 12%.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	OCTUBRE 2022	OCTUBRE 2023
	REAL			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	1.615	5.991	10.220	8.791	7.961
Utilidad operativa (miles USD)	(98)	51	347	398	648
Utilidad neta (miles USD)	17	16	140	286	551
EBITDA (miles USD)	-91	57	368	415	720
Deuda neta (miles USD)	(19)	4.726	201	104	2.987
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	3	81	133	4.864	1.344
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	1	4.589	(176)	(971)	1.145
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	(16)	(5)	4.881	4.991	70
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,00	-12,25	0,08	0,08	10,26
Capital de trabajo (miles USD)	72	(26)	341	1.214	1.159
ROE	16,11%	12,93%	2,93%	6,75%	11,99%
Apalancamiento	11,33	56,42	1,73	1,55	1,84

Fuente: SURGALARE S.A.

SURGALARE S.A. mantuvo un índice de liquidez superior a la unidad durante todo el periodo analizado, favorecido por el nivel de activos corrientes entre 2020 y 2022 y las políticas de cobro, las cuales establecen que el periodo

de vencimiento no será superior a 60 días. Además, los impuestos de corto plazo se compensan entre los por cobrar y los por pagar. A octubre de 2023, la razón circulante fue de 1,21.

Los días de cartera fluctuaron de acuerdo con los niveles de ingresos operacionales, pasaron de 86 días en 2020 a 285 días en 2021, año en que la cartera llegó a su valor máximo. En 2022, los días de cobro se ubicaron en 94, presentando una cifra menor a los días de pago de 149, algo positivo para los flujos de la compañía.

Los inventarios presentaron una tendencia creciente ante mayores ventas y la expansión productiva a lo largo de los años. A octubre de 2023, los días de existencia se ubicaron en 32.

Debido al giro de negocio de la industria y alineado con la estrategia para ampliar la producción, la propiedad, planta y equipo crecieron a lo largo del tiempo y presentaron un incremento importante a octubre de 2023 alcanzando USD 5,82 millones, efecto de la revalorización de terrenos donde funcionarán algunas áreas de la empresa y a la inversión en maquinaria. También cuentan con USD 3,28 millones en construcciones en curso, que corresponden a principalmente a construcciones para la máquina papelera *tissue* que empezaron en 2023 y se espera que entre en funcionamiento en 2024.

A pesar de mantener un flujo de actividades de operación positivo entre 2020 y 2022, el aumento de inventarios y las inversiones realizadas crearon la necesidad de financiamiento externo. La fuente de financiamiento más representativa fue los recursos de proveedores no relacionados, que han presentado un alza en el periodo 2020-2022 pasando de USD 757 mil a USD 3,38 millones. A octubre de 2023 este rubro presentó un decrecimiento a lo registrado al cierre de 2022 contabilizando USD 2,10 millones, coherente con un aumento de fondeo mediante deuda con entidades financieras y Mercado de Valores.

La representatividad de la deuda con costo dentro del pasivo total cayó durante el año 2022 debido principalmente a la baja en emisión de Facturas Comerciales Negociables. Sin embargo, incrementó a octubre de 2023 fruto de la colocación de la Primera Emisión de Obligaciones en el Mercado de Valores y a renovaciones con diferentes bancos nacionales.

Por otra parte, el patrimonio neto de la empresa mantuvo una tendencia al alza al pasar de USD 105 mil en 2020 a USD 4,79 millones en el cierre de 2022, favorecido principalmente por el superávit por revaluación, el aumento de capital en 2022 y, en menor medida, a las ganancias de cada periodo. El nivel de patrimonio alcanzado en 2022 permitió reducir considerablemente el apalancamiento, que llegó a una razón de 1,73 y se ubica en 1,84 a octubre de 2023.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Es importante destacar que las proyecciones de GLOBAL RATINGS 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.

El análisis contempla de forma primordial las premisas de la proyección de situación financiera de la empresa basadas en los resultados reales de la compañía en un horizonte de tres años, considerando que SURGALARE S.A. se encuentra en un momento de expansión desde 2021, para lo que es necesario invertir en maquinaria y ampliar el portafolio de clientes.

En este sentido, y en función del comportamiento registrado hasta octubre de 2023, las proyecciones de ventas consideran una disminución de 7% en los ingresos al término de 2023. Sin embargo, crecerían 32% ante el aumento de productividad causado por el funcionamiento del molino de papel y la máquina de papel *tissue*. En 2025 y 2026, los ingresos presentarían mayor estabilidad al crecer 10% y 5%, respectivamente.

El costo de ventas relacionado con la obtención de materia prima se proyecta a la baja en todo el periodo 2023-2026, debido al uso de material reciclado como materia prima para el molino de papel, que a su vez generaría mayores márgenes.

Los gastos operativos fluctuarán de acuerdo con el comportamiento de las ventas, en función de la participación histórica, mientras que los gastos financieros responderán a la colocación y amortización de instrumentos en el Mercado de Valores, así como a la adquisición de deuda bancaria de corto y largo plazo. Por su parte, la utilidad operativa se presenta positiva y creciente en el periodo proyectado, superior a lo mantenido en el periodo de análisis. Como consecuencia, la utilidad neta generada por la empresa aumentaría de año a año.

RESULTADOS E INDICADORES	2023	2024	2025	2026
	PROYECTADO			
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	9.505	12.546	13.801	14.491
Utilidad operativa (miles USD)	943	4.517	5.658	5.941
Utilidad neta (miles USD)	436	2.706	3.317	3.496
EBITDA (miles USD)	1.059	4.851	6.026	6.383
Deuda neta (miles USD)	3.265	4.884	3.894	1.965
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	805	(408)	1.711	3.059
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	1.145	3.563	5.079	5.434
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	408	1.953	4.600	3.473
Razón de cobertura de deuda DSCRC	2,59	2,48	1,31	1,84
Capital de trabajo (miles USD)	(389)	44	3.318	6.814
ROE	8,08%	33,41%	29,05%	23,44%
Apalancamiento	1,92	1,41	0,94	0,60

Fuente: GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

Al cierre del periodo 2023 se prevé activos superiores a USD 15 millones. La propiedad, planta y equipo tendrá una mayor inversión siempre creciente según los planes de inversión en maquinaria con la finalidad de disponer de espacios apropiados para incrementar la producción. En concreto, se espera que las construcciones en curso pasen a formar parte de la propiedad, planta y equipo en 2024 cuando la máquina de papel *tissue* entre en funcionamiento. Así mismo, la compañía tiene planes de importar una máquina cortadora en los primeros meses de 2024. Las inversiones se mantendrán de cara a 2026, lo que permitiría expandir la productividad de la compañía en los siguientes años.

El incremento de productividad y el aumento de ingresos se verían reflejados en aumentos considerables en las cuentas por cobrar y en los inventarios. Específicamente, crecerían en mayor medida en 2024, lo que produciría un flujo operativo negativo en ese año creando una mayor necesidad de fondeo externo. Se proyecta la colocación total del Primer Programa de Papel Comercial en el primer trimestre de 2024 y un posterior *revolving* en 2025. La cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se prevé que se mantendría en niveles satisfactorios durante el periodo proyectado, y que fluctuará en función de la adquisición de deuda con costo, que derivaría en mayores o menores gastos financieros.

Por otra parte, el patrimonio neto se proyecta en crecimiento constante en el periodo 2023-2026. Se prevé que para el cierre del 2023 el patrimonio neto sería superior a USD 5 millones y ascendería en 2024 debido a un aumento de capital y a la utilidad generada de tal forma que incrementaría la representatividad del patrimonio dentro de la estructura de financiamiento.

El aumento en ingresos generaría resultados consistentemente positivos, un EBITDA apropiado con una cobertura adecuada sobre los gastos financieros, una deuda neta controlada y a la baja a partir de 2025 y flujos operativos positivos, exceptuando el año 2024. Es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que la compañía tendría la capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del Emisor y las condiciones del mercado, por lo que se estima cumplimiento oportuno de todas las obligaciones mantenidas en el Mercado de Valores.

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. Un rebrote inflacionario a nivel nacional y mundial y 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.
- Promulgación de nuevas medidas impositivas, incrementos de aranceles, restricciones de importaciones u otras políticas gubernamentales son una constante permanente que genera incertidumbre para el sector incrementando los precios de bienes importados. La compañía mantiene una adecuada diversificación de proveedores lo que permite mitigar este riesgo.

- 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 SURGALARE S.A., lo anterior representa un riesgo debido a que estos cambios pueden alterar las condiciones operativas. Sin embargo, este riesgo se mitiga debido a que la mayor parte de los 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 la materia prima, 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 pérdida 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.
- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas para la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros multirriesgo que la compañía mantiene sobre los activos.

Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión de Obligaciones, de acuerdo con la declaración juramentada, son cuentas por cobrar comerciales y propiedad planta y equipo por 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:

- 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 diversificación de clientes y una minuciosa evaluación previo al otorgamiento de crédito.
- Una concentración en ingresos futuros en determinados clientes podría disminuir la dispersión de las cuentas por cobrar y, por lo tanto, crear un riesgo de concentración. Si la empresa no mantiene altos niveles de gestión de recuperación y cobranza de la cartera por cobrar, podría generar cartera vencida e incobrable, lo que podría crear un riesgo de deterioro de cartera y por lo tanto de los activos que respaldan la Emisión. El análisis de antigüedad evidencia que la cartera mantiene una calidad adecuada, y la compañía le da un seguimiento continuo.
- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas a la compañía. El riesgo se mitiga con diversas pólizas de seguro que mantienen sobre los activos con reconocidas aseguradoras nacionales.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene SURGALARE S.A., se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas por USD 331 mil por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 0,15% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo sobre la presente emisión no es representativo si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, esto podría tener un efecto negativo en los flujos de la empresa, que podría de manera significativa a los flujos y la liquidez. La compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas.

INSTRUMENTO

PRIMER PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL						
Características	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Garantía general	A	3.000.000	Hasta 359 días	Hasta 720 días	Al vencimiento	Cupón cero
Garantía específica	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Destino de los recursos	N/A					
Estructurador financiero	Los recursos provenientes de la emisión de obligaciones a corto plazo - papel comercial serán destinados a financiar requerimientos de capital de trabajo consistente en la compra de materia prima, insumos y servicios para el funcionamiento de las operaciones de la compañía.					
Agente colocador	Orion Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Orion Casa de Valores S.A.					
Representantes de obligacionistas	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Resguardos	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					
Compromisos adicionales	<ul style="list-style-type: none"> ■ Los activos reales sobre los pasivos exigibles 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. ■ Mantener durante la vigencia de la emisión de obligaciones, la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25. ■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. 					
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ Limitar la distribución de dividendos a 50% de los resultados acumulados durante la vigencia de la emisión ■ Que la relación deuda financiera sobre activos totales de la compañía no podrá superar 50% durante la vigencia de la emisión. 					

Fuente: Circular de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos del Primer Programa de Papel Comercial de SURGALARE S.A. 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