

**CALIFICACIÓN:**

Segundo Programa de Papel Comercial

AAA

Tendencia

(-)

Acción de calificación

Inicial

Metodología de calificación

Valores de Deuda

Fecha última calificación

N/A

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA (-) para el Segundo Programa de Papel Comercial de SURGALARE S.A. en comité de análisis No.325-2025 llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 15 de octubre de 2025; con base en los Estados Financieros Auditados de los períodos 2022, 2023 y 2024, Estados Financieros Internos, proyecciones financieras y otra información relevante con fecha agosto de 2024 y agosto 2025. (Aprobado por la Junta General Extraordinaria de Accionista el 09 de octubre de 2025 por un monto de hasta USD 4.500.000).

**FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN**

- Desde 2022, la industria manufacturera de productos no alimenticios tuvo una participación promedio dentro del PIB del Ecuador de 5,59%, convirtiéndolo en uno de los sectores más representativos en cuanto a la producción de bienes y servicios en la economía ecuatoriana. Sin embargo, el sector decreció 5,73% en 2024 a causa de una ralentización de la economía ecuatoriana ante la incertidumbre política y las crisis de inseguridad y energética, marcando una clara contracción en la productividad de la industria en los últimos tres años. En 2025, los acuerdos comerciales con distintos países podrían ser una oportunidad de acceso preferencial a nuevos mercados, lo que podría beneficiar el crecimiento del sector, el cual se prevé que sea de 2,60% según el Banco Central del Ecuador. Las empresas que se dedican a actividades relacionadas con el reciclaje gozan de oportunidades de crecimiento, en vista de que han logrado desarrollar y procesar los residuos para transformarlos nuevamente en materia prima que es altamente demandada por compañías y empresas que buscan mejorar su huella de carbono.
- 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 futuros de los accionistas, al igual que la implementación de prácticas de gobierno corporativo.
- SURGALARE S.A. registró ingresos superiores a USD 10 millones durante los ejercicios 2022 y 2023, impulsados por un crecimiento sostenido en el volumen de ventas. Este desempeño respondió favorablemente a las inversiones continuas en activos fijos orientadas a incrementar la capacidad productiva. A diciembre de 2024, los ingresos alcanzaron los USD 8 millones, reflejando una disminución frente a los años anteriores, atribuible principalmente a la reducción en el precio de venta y a la incorporación de papel reciclado como materia prima en el nuevo molino de papel. A pesar de esta reducción en ingresos, la compañía logró optimizar de manera significativa su estructura de costos. La transición de la venta de material reciclado a su utilización interna como insumo permitió reducir el costo de ventas y mejorar los márgenes operativos, lo que se tradujo en una rentabilidad neta creciente y sostenida durante el período anual. En agosto de 2025, las ventas decrecieron un 10,44% respecto al mismo mes del año anterior, debido a la reducción del precio del papel de reciclaje que se estabilizó en el segundo semestre, y se espera un crecimiento importante al cierre de los próximos años coherente con la nueva línea de papel higiénico y los contratos firmados con importantes supermercados del país.

**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 verá 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

- El patrimonio ha registrado un incremento como resultado de la revalorización de terrenos e instalaciones y un aumento de capital en 2024. Estos factores, junto con la generación de utilidades positivas y crecientes, han permitido mantener un nivel patrimonial coherente con el crecimiento experimentado por la empresa. A pesar del aumento en el endeudamiento, derivado de las inversiones en maquinaria orientadas a expandir la capacidad productiva, se ha logrado controlar el nivel de apalancamiento que se ha mantenido en torno a 2.
- La cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros fue superior a la en los últimos tres años de análisis. A agosto de 2025, la cobertura se ubica en 4,00 veces a pesar del incremento en deuda con costo ante la colocación del Revolvente del Primer Programa de Papel Comercial y la Segunda Emisión de Obligaciones.
- Los indicadores de solvencia, EBITDA y rentabilidad proyectados para el período 2025 a 2028 reflejan un desempeño favorable incluso bajo un escenario conservador, lo que evidencia la sostenibilidad de la estructura financiera de SURGALARE S.A. en el tiempo. El crecimiento previsto en la propiedad, planta y equipo permitirá ampliar la capacidad productiva, incrementar los volúmenes de venta y optimizar los costos operativos, fortaleciendo la generación de valor. En conjunto, los resultados proyectados, elaborados bajo supuestos más exigentes que los estimados por el emisor, muestran que la compañía mantendría la capacidad de generar flujos suficientes

para cumplir de manera oportuna con sus obligaciones en el Mercado de Valores, incluso en condiciones de estrés financiero.

- El instrumento bajo análisis se encuentra debidamente estructurado, incorpora un compromiso adicional relacionado con distribución de dividendos y contempla los resguardos normativos aplicables, así como un límite de endeudamiento que determina un nivel máximo de deuda financiera en función del total de activos. En su conjunto, el instrumento cumple con los lineamientos establecidos.

## 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. Mantuvo ingresos estables en 2023 con ventas por USD 10,22 millones, en línea con su estrategia de fortalecer el mercado local e invertir en activos productivos. Sin embargo, en 2024 las ventas disminuyeron un 20,58% hasta USD 8,11 millones, debido al cambio en el uso del reciclado, que pasó de venderse a terceros a ser utilizado como insumo interno en el molino de papel, sacrificando volumen de facturación a cambio de mayor eficiencia y rentabilidad.

A agosto de 2025, los ingresos registraron una disminución del 10,44%, originada principalmente por la caída en el precio de venta del material reciclado. Dado que el mercado de materia prima reciclada se comporta como un *commodity*, la reducción de precios afectó los márgenes de rentabilidad, ya que no fue posible trasladar este descenso a los proveedores. Sin embargo, durante el segundo trimestre de 2025, los precios comenzaron a recuperarse, mostrando una tendencia hacia la estabilización.

El costo de ventas mostró una tendencia descendente entre 2022 y 2024, pasando del 91,64% al 70,00% de las ventas, resultado de las inversiones en maquinaria y equipos que incrementaron la capacidad productiva y generaron economías de escala. A agosto de 2025, el costo de ventas representó el 66,21% de los ingresos, ligeramente superior al 65,88% registrado en agosto de 2024, debido al incremento del precio de la materia prima por mayores importaciones de bobinas. Sin embargo, este nivel se mantiene por debajo del porcentaje observado al cierre de 2024, reflejando una estructura de costos más eficiente y estable.

La eficiencia en el manejo de costos permitió un incremento sostenido en el margen bruto, que pasó de 8% en 2022 a 30% en 2024 y 34% en agosto de 2025. En la misma línea, la utilidad operativa aumentó de USD 347 mil en 2022 a USD 729 mil en 2024, evidenciando un crecimiento constante. A la fecha de corte, la utilidad operativa alcanzó USD 974 mil, lo que representa un incremento del 17,30% respecto a agosto de 2024. Este desempeño refleja una gestión eficiente de los costos y una mejora en la productividad impulsada por las inversiones en maquinaria y procesos.

El EBITDA mostró una tendencia creciente, respaldado por una mejora operativa y mayores niveles de depreciación. La cobertura de gastos financieros fue adecuada, con un ratio de 1,60 veces en 2024 y 4,00 veces a agosto de 2025, aunque los intereses aumentaron por la expansión financiada con deuda. La utilidad neta también mejoró, cerrando 2024 en USD 341 mil, con un ROE promedio del 3% en los últimos tres años.

La compañía exhibe un crecimiento sostenido de su activo, coherente con el ciclo de inversión para ampliar capacidad productiva: entre 2022 y 2024 aumentó 141,63%, de USD 13,06 millones a USD 31,43 millones; a agosto de 2025 alcanzó USD 32,85 millones. La estructura se concentra en cuentas por cobrar no relacionadas, propiedad, planta y equipo, inventarios y activos por impuestos corrientes, que representaron el 90,94% al cierre de 2024 (86,71% a agosto de 2025). El perfil se volvió más fijo por la mayor inversión: la porción no corriente pasó a 56,88% en 2023, 66,50% en 2024 y 68,71% en agosto de 2025. Pese a ello, la liquidez se mantuvo cerca de 1,0 durante el período (0,99) y mejoró a 1,85 veces a agosto de 2025, apoyada en políticas de cobro con plazos objetivo de hasta 60 días.

La estrategia de financiamiento combinó proveedores, banca y mercado de valores. El pasivo total creció de USD 8,26 millones (2022) a USD 20,88 millones (2024), y se redujo a USD 17,02 millones a agosto de 2025 por cancelaciones de proveedores de largo plazo, cuentas relacionadas de largo plazo y pasivos tributarios. La composición mejoró hacia plazos mayores: el pasivo corriente pasó de 92,23% (2022) a 71,61% (2023), 51,20% (2024) y 32,63% (ago-2025). Los proveedores representaban 21,69% del pasivo en 2024; a agosto de 2025, las cuentas por pagar a proveedores sumaron USD 159 mil y a partes relacionadas USD 362 mil, reflejando menor dependencia del financiamiento espontáneo. La rotación de pago varió de 168 días (2022) a 138 (2023), subió a 287 (2024 por mejores negociaciones en bobinas) y cayó a 17 días en agosto de 2025, lo que exigió mayor respaldo con deuda con costo.

El patrimonio neto mostró una trayectoria ascendente: de USD 4,79 millones (2022) a USD 10,54 millones (2024) y USD 15,83 millones a agosto de 2025, impulsado por ganancias acumuladas, aportes para futuras capitalizaciones y revaluaciones (terrenos e instalaciones), además de aumentos de capital. Este fortalecimiento patrimonial, junto con la normalización de pasivos operativos, permitió que el apalancamiento (Pasivo/Patrimonio) se mantuviera en 1,98 veces en 2024 pese al mayor endeudamiento para inversiones y descendiera a 1,08 veces en agosto de 2025, evidenciando una estructura financiera más sólida y una menor dependencia relativa del endeudamiento para sostener el plan de crecimiento.

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones elaboradas por GLOBALRATINGS Calificadora de Riesgos S.A. se sustentan en las estrategias y estimaciones de la administración de SURGALARE S.A., sobre la base de resultados históricos y un horizonte de análisis de tres años. Dichas proyecciones consideran factores económicos, legales y financieros del entorno nacional e internacional que podrían influir en el desempeño futuro de la compañía.

El análisis proyecta un crecimiento sostenido de ingresos, impulsado por la nueva línea de papel higiénico La Madrina, el incremento en el precio del papel reciclado y la entrada en operación del nuevo molino. Se estima un aumento de ventas del 10% en 2025 y del 20% anual entre 2026 y 2028, respaldado por contratos firmados y en negociación con importantes cadenas retail del país. Cabe destacar que las proyecciones de ventas se consideran conservadoras, dado el potencial de expansión que presenta la compañía y las oportunidades comerciales derivadas de su mayor capacidad productiva y posicionamiento en el mercado.

La mayor eficiencia operativa, producto del incremento en la producción interna y del uso de material reciclado como materia prima, permitiría reducir el costo de ventas del 70% en 2025 al 68% en 2028, fortaleciendo los márgenes de rentabilidad. Los gastos de administración y ventas se proyectan en torno al 15% de los ingresos, en función del crecimiento de la operación y las estrategias de comercialización.

La utilidad operativa y el EBITDA reflejarán un desempeño creciente, apoyado en la optimización de costos y en la consolidación de la producción. El financiamiento provendrá principalmente de créditos bancarios y del Mercado de Valores, alcanzando un máximo de USD 15,2 millones en 2025, con una reducción gradual en los años siguientes debido a la amortización de obligaciones y al menor requerimiento de inversión.

En el ámbito patrimonial, se proyecta un crecimiento constante entre 2025 y 2028, sustentado en utilidades retenidas y aportes para futuras capitalizaciones, manteniendo un apalancamiento estable y saludable. Los activos alcanzarían aproximadamente USD 32 millones en 2025, con incrementos graduales hasta 2028, impulsados por inversiones en maquinaria y la incorporación de construcciones en curso a propiedad, planta y equipo.

El flujo operativo sería negativo en 2025 por el incremento de inventarios y la reducción de proveedores, pero se tornaría positivo a partir de 2026, permitiendo una disminución progresiva de la deuda con costo y fortaleciendo la liquidez operativa. La cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se mantendría en niveles adecuados durante todo el período proyectado, respaldando la estabilidad financiera y la sostenibilidad del crecimiento de la compañía.

De acuerdo con los resultados proyectados, elaborados bajo supuestos más exigentes que los estimados por el emisor, SURGALARE S.A. demostraría capacidad suficiente para generar flujos que le permitan cumplir oportunamente con sus obligaciones en el Mercado de Valores, incluso bajo escenarios de estrés financiero.

RESULTADOS E INDICADORES	2022 REAL	2023 REAL	2024 REAL	2025 PROYECTADO	2026 PROYECTADO	2027 PROYECTADO	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025
							INTERANUAL	INTERANUAL
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	10.220	10.211	8.110	8.921	10.705	12.846	5.823	5.215
Utilidad operativa (miles USD)	347	439	729	1.338	1.713	2.184	831	974
Utilidad neta (miles USD)	140	300	341	285	358	769	650	725
EBITDA (miles USD)	368	528	859	1.475	1.857	2.335	914	1.110
Deuda neta (miles USD)	201	4.095	10.490	15.051	14.580	13.657	9.324	14.864
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	133	(132)	(299)	(5.164)	385	879	-	(4.706)
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	(175)	1.032	4.722	3.677	3.702	3.647	3.682	3.329
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	109	(359)	2.944	7.794	10.211	10.900	21	1.708
Razón de cobertura de deuda DSCRC	3,37	-1,47	0,29	0,19	0,18	0,21	43,37	0,65
Capital de trabajo (miles USD)	341	79	(166)	(1.027)	(1.769)	1.046	2.603	4.723
ROE	2,93%	3,91%	3,24%	1,85%	2,27%	4,66%	11,72%	6,88%
Apalancamiento	1,73	1,48	1,98	1,13	1,09	1,00	1,88	1,08

Fuente: SURGALARE S.A.

## FACTORES DE RIESGO

GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsibles 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.
- La economía ecuatoriana es vulnerable a ciclos económicos pronunciados que producen fluctuaciones de precios no controlables de commodities duros y blandos. Entre ellos, el precio del petróleo volátil, por su propia naturaleza, constituye el principal elemento que influye en el devenir económico. Para mitigar este riesgo, el Estado y el sector privado deben diversificar sus fuentes de ingresos, reduciendo así la dependencia de commodities y desarrollando sectores más resilientes y sostenibles.
- La inestabilidad política afecta a la economía en general, fundamentalmente a la inversión extranjera directa, el establecimiento de nuevas empresas y al costo del financiamiento externo debido a incrementos en el riesgo país. La inseguridad jurídica es otro elemento que conspira en contra de la seguridad que todo inversionista busca. La mitigación de este riesgo pasa por políticas del Estado que fomenten la estabilidad política y que generen un marco legal claro a mediano y largo plazo, creando un entorno propicio para nuevas inversiones extranjeras o locales.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador producidos por egresos sin el financiamiento requerido obligan a un incremento de la deuda pública, tanto externa como interna. Tal como se mencionó, el riesgo país hace muy oneroso el financiamiento externo y el financiamiento interno tiene un límite dado por la disponibilidad de recursos líquidos en el mercado. El riesgo se debería mitigar a través de presupuestos debidamente financiados y la implementación de políticas fiscales tendientes a asegurar un cuidadoso control de los egresos públicos.
- La crisis de seguridad tiene impactos significativos en la economía ecuatoriana por la ralentización de las actividades productivas, afectando la inversión, el turismo, la confianza empresarial, el empleo y la infraestructura. Las empresas y los individuos pueden incurrir en costos adicionales como la contratación de servicios de seguridad privada, la instalación de sistemas de seguridad avanzados y la implementación de medidas de protección, los que pueden afectar la rentabilidad y reducir el poder adquisitivo. Las medidas gubernamentales tendientes a asegurar la seguridad interna son factores que tienden a mitigar el riesgo producido por esta situación.
- 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 la compañía 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 mantiene contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas y con el Sector Público mantiene una relación de proveedor-cliente lo que ayuda a reducir este riesgo, además que los acuerdos siempre han sido respetados en su integridad por lo que no se vislumbra la posibilidad de 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. Los activos que respaldan la presente Emisión en su mayoría pueden ser liquidados, por la naturaleza y el tipo; sin embargo; las consideraciones sobre la capacidad de liquidación de un activo son subjetivas y difíciles de prever, lo que introduce un nivel de incertidumbre. Por lo tanto, los criterios y opiniones emitidos por esta calificadorasobre la capacidad de liquidación de los activos deben considerarse como referenciales. 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 la propiedad planta y equipo 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 2,21 millones por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar compañías relacionadas corresponden al 7,09% 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

SEGUNDO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL						
Características	CLASES A	MONTO (USD) 4.500.000	PLAZO EMISIÓN (DÍAS) Hasta 359 días	PLAZO PROGRAMA (DÍAS) Hasta 720 días	PAGO DE CAPITAL Al vencimiento	PAGO DE INTERESES Cupón cero
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	N/A					
Destino de los recursos	Los recursos provenientes de esta emisión serán destinados en su totalidad y a discreción de la compañía de acuerdo a sus necesidades a capital de trabajo consistente en compra de materia prima y pago a proveedores					
Estructurador financiero	Orión Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Orión Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.					

**SEGUNDO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL**

Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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.</li> <li>■ 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.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> </ul>
Compromisos adicionales	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Limitar la distribución de dividendos a 50% de los resultados acumulados durante la vigencia de la emisión</li> </ul>
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Que la relación deuda financiera sobre activos totales de la compañía no podrá superar 70% durante la vigencia de la emisión.</li> </ul>

Fuente: Circular de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos del Segundo 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

## PERFIL EXTERNO

## ECUADOR: ENTORNO MACROECONÓMICO 2025

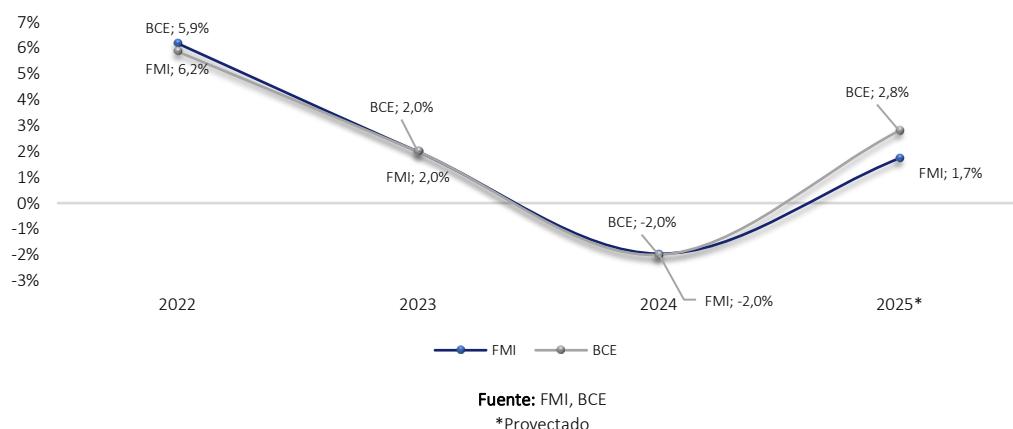
**Contexto Mundial:** La economía global crece lentamente y de forma desigual.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que el crecimiento mundial se mantenga estable, aunque en niveles bajos, con un pronóstico de 2,8% en 2025 y 3,0% 2026<sup>1</sup>, menor al promedio histórico (2000-2019) de 3,7%. La economía mundial, que parecía estabilizarse tras una serie de crisis, enfrenta nuevamente un entorno incierto debido al aumento de tensiones comerciales, políticas divergentes y aranceles históricamente altos, lo que ha llevado a una revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento. La inflación global también se desacelera más lentamente de lo esperado, y los riesgos para la economía se intensifican ante posibles restricciones financieras y una mayor fragmentación internacional. En este contexto, se insta a los países a fortalecer la cooperación, estabilizar el comercio y aplicar políticas que corrijan desequilibrios internos, fomenten la inclusión laboral de mujeres y adultos mayores, y mejoren la integración de migrantes y refugiados para impulsar la productividad.

De similar forma, el Banco Mundial<sup>2</sup> proyecta que el crecimiento global se mantendrá en un 2,7 % en 2025-2026, pero esta estabilidad oculta una tendencia preocupante: la economía mundial se está asentando en un ritmo de expansión demasiado bajo para sostener un desarrollo duradero. Las economías emergentes y en desarrollo enfrentan una lenta convergencia en ingresos respecto a las naciones avanzadas, y muchos países de bajos ingresos no lograrán alcanzar niveles de ingreso medio para 2050. Ante este escenario, se requiere una acción coordinada a nivel global y nacional que impulse un entorno más favorable, refuerce la estabilidad macroeconómica, elimine barreras estructurales y enfrente los desafíos del cambio climático para acelerar el crecimiento a largo plazo.

Ecuador: Según el FMI, la proyección de crecimiento para el país es de 1,7% en 2025.

## CRECIMIENTO DEL ECUADOR



Según cifras del Banco Central del Ecuador (BCE), en 2024 el PIB presentó una contracción anual de -2,00% luego de registrar tres años consecutivos de crecimiento. La economía de Ecuador atravesó un año especialmente difícil debido a una combinación de factores internos y externos. Uno de los principales problemas fue una intensa sequía, la peor en 60 años, que provocó cortes de electricidad entre abril y diciembre al disminuir la capacidad de generación hidroeléctrica, fuente clave de energía en el país<sup>3</sup>.

Además, en marzo de 2024 se aprobó una ley para enfrentar la crisis económica, social y de seguridad, que incluyó medidas fiscales como el aumento del IVA al 15%, el incremento del Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) a un 5%, y la imposición de contribuciones temporales a empresas grandes y entidades financieras. El PIB real se situó en USD 113.123 millones y el nominal en USD 124.676 millones.

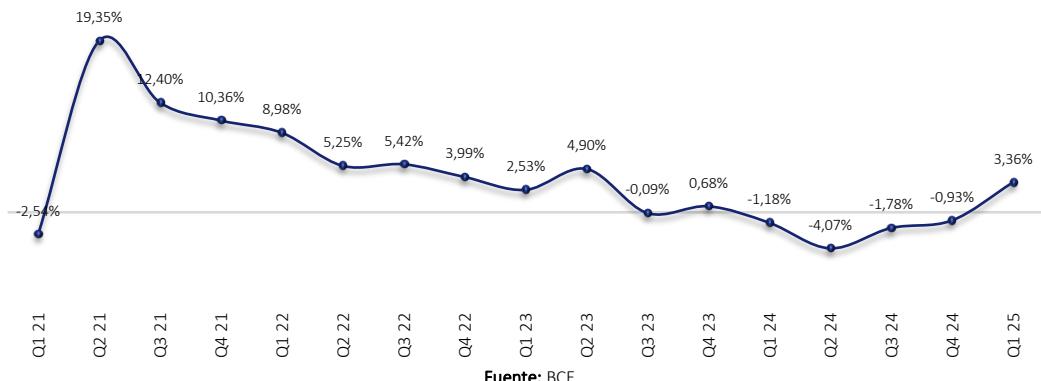
En el resultado anual cinco industrias presentaron crecimiento: Agricultura, ganadería y silvicultura, Manufactura de productos alimenticios, Actividades financieras y de seguros, Actividades inmobiliarias y Servicios de salud y asistencia social. En contraste, quince de los veinte sectores presentaron un desempeño negativo.

<sup>1</sup> IMF World Economic Outlook (abril 2025)

<sup>2</sup> Banco Mundial, Global Economic Prospects (enero 2025)

<sup>3</sup> BCE: Informe de Resultados Cuentas Nacionales IV 2024

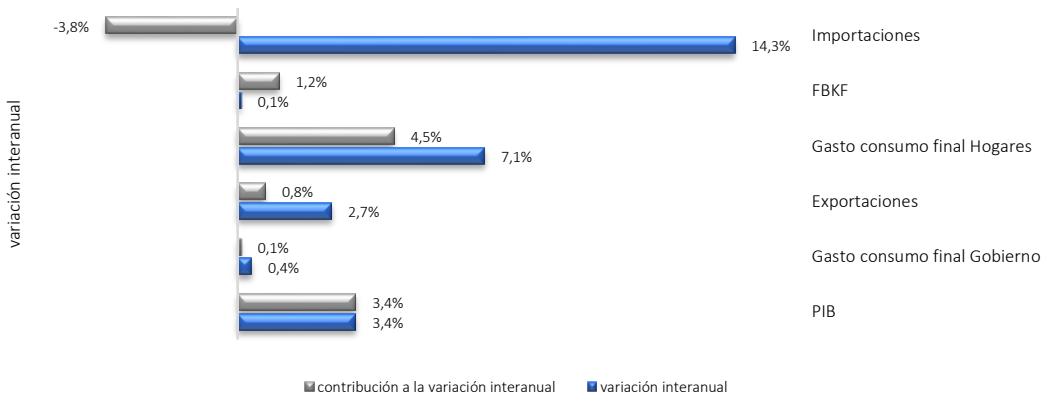
## VARIACIÓN ANUAL DEL VALOR AGREGADO BRUTO DEL ECUADOR



Al primer trimestre de 2025, la economía ecuatoriana creció 3,36% comparado con el mismo periodo del año 2024, mostrando además una recuperación trimestral de 3,46% en comparación con el cuarto trimestre de 2024. Desde la perspectiva de la producción, el crecimiento interanual en el primer trimestre de 2025 fue impulsado por 13 de las 20 industrias que presentaron incrementos, lo cual refleja una recuperación progresiva en la estructura productiva del país tras las dificultades registradas en períodos anteriores<sup>4</sup>. Entre las actividades que más contribuyeron al crecimiento se encuentran la Agricultura, ganadería y silvicultura, con un destacado aumento del 17,5%, impulsado principalmente por el buen desempeño de productos de exportación como banano, cacao y flores. Asimismo, la industria manufacturera de alimentos mostró un crecimiento de 8,6%, impulsada por el alza en la demanda tanto interna como externa de alimentos procesados, especialmente en los segmentos de consumo masivo y exportaciones agroindustriales.

En el sector de servicios, las actividades más dinámicas fueron el Comercio, que creció un 6,9%, favorecido por el aumento del consumo de los hogares y una mayor actividad económica; los Servicios financieros, con un crecimiento del 8,4%, debido al aumento en la cartera de créditos y depósitos en el sistema financiero; y el Transporte y almacenamiento, que creció un 3,1%, reflejando la reactivación del comercio y la logística tanto a nivel nacional como internacional.

## VARIACIÓN Y CONTRIBUCIÓN INTERANUAL DE LOS COMPONENTES DEL PIB - Q1 2025



El FMI espera que Ecuador cierre el año 2025 con un crecimiento de 1,7% (crecimiento de 2,8% según el BCE), lo cual en ambos casos se podría definir como un estancamiento.

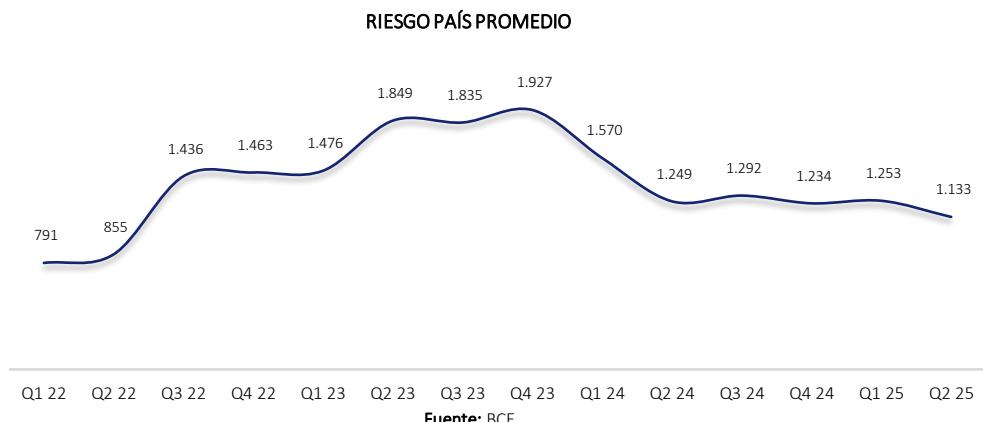
## EVOLUCIÓN DEL RIESGO PAÍS

El riesgo país presentó una tendencia al alza en 2023 y cerró el año en torno a 2.000 puntos, reflejando una alta percepción de riesgo de default por parte de inversionistas<sup>5</sup>. El nivel alto que mantiene Ecuador significa que el país tiene posibilidades de financiamiento externo más caro, debido a que las tasas de interés son más elevadas,

<sup>4</sup> BCE: Informe de Cuentas Nacionales Trimestrales I 2025

<sup>5</sup> El indicador de riesgo país, elaborado por el banco de inversión JP Morgan, muestra las probabilidades de que un país caiga en mora en sus obligaciones de deuda externa. Mientras más alto el indicador, los acreedores e inversionistas perciben que hay mayor probabilidad de impago y 'default.'

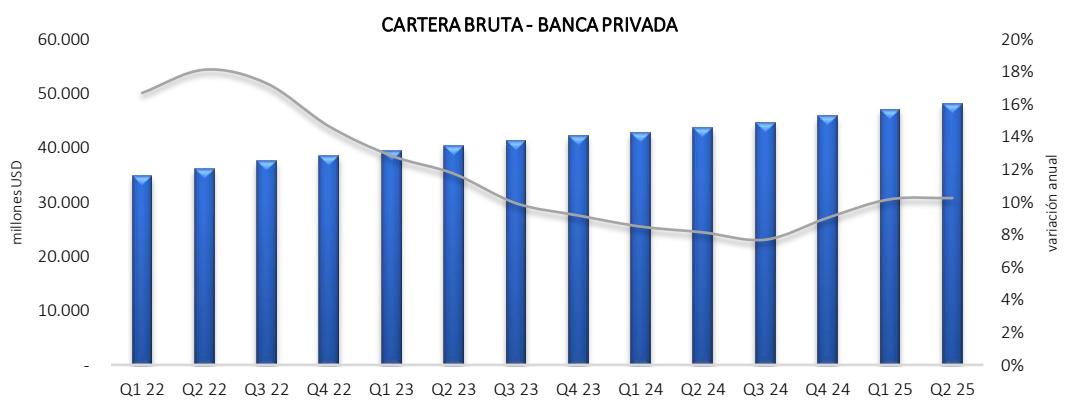
lo que representaría un problema considerando el déficit fiscal con atrasos de pagos a proveedores estatales, municipios y seguridad social. No obstante, en 2024 se observó una tendencia ligeramente a la baja, cerrando el año con el riesgo país más bajo desde enero 2023, alcanzando un promedio de 1.337 puntos. Esta caída coincide con el anuncio del gobierno de Daniel Noboa del alza del Impuesto al Valor Agregado (IVA) del 12% al 15% en enero de 2024 e implementada a partir de abril, lo cual incrementó los niveles de caja fiscal, proporcionando liquidez a corto plazo.



Entre los meses de enero y marzo de 2025, el riesgo país promedio aumentó, comportamiento que respondió a la incertidumbre por las elecciones presidenciales que se llevaron a cabo en abril de 2025. Sin embargo, a partir de abril se observa una caída en el riesgo país promedio, marcando una tendencia a la baja y cerrando el segundo trimestre de 2025 con un promedio de 1.133 puntos.

### NIVELES DE CRÉDITO

En 2023, el valor total de los préstamos en cartera bruta concedidos por entidades bancarias privadas alcanzó USD 42.129 millones. El crédito otorgado para sectores productivos fue de 44%, seguido por consumo con 41%, microcrédito con 8% e inmobiliario con 6% (el porcentaje restante se divide entre vivienda de interés social y público, educativo e inversión pública).<sup>6</sup> En 2024, el valor de préstamos en cartera bruta por entidades bancarias alcanzó USD 45.934 millones, un 9,03% mayor al valor de 2023. Considerando que la cartera bruta de crédito presentó alzas a lo largo de todo 2024, el volumen otorgado de crédito a nivel nacional aumentó en 16,07% a pesar de que factores como la inestabilidad política y el mayor costo en el acceso a financiamiento externo. Las industrias que más crédito recibieron en el año fueron el Comercio; Industrias Manufactureras; Consumo; Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Pesca, y; Actividades Financieras y de Seguros.



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

A junio de 2025, se observa un crecimiento de la cartera bruta de 10,24% anual, cifra que podría sugerir un mayor dinamismo del crédito otorgado por parte de la banca privada. De hecho, el volumen de crédito aumentó en 14,47% anual en el mismo periodo, impulsado por los sectores Comercio al por mayor y al por menor; Industrias

<sup>6</sup> Superintendencia de Bancos, Boletines de Series Mensuales

manufactureras; Consumo - no productivo; Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca; y Actividades de servicios administrativos y de apoyo, los mismo que representaron 79,95% del crédito total otorgado.



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

Según el FMI<sup>7</sup>, se espera que el crédito de la banca privada crezca en los próximos años, aunque en menor porcentaje que años anteriores, impulsado por menor crecimiento de los depósitos y por ende menor dinero disponible para los bancos. Es por eso por lo que la evolución del crédito en 2025 dependerá de factores como el alza en las tasas de interés para atraer depósitos y las tasas de interés que deben pagar los bancos del Ecuador para fondearse en el exterior.

### PERSPECTIVAS Y CONCLUSIONES

La economía ecuatoriana entró a un proceso de contracción económica en el primer trimestre de 2024, el cual se mantuvo hasta el último trimestre de 2024. La baja inversión privada e inversión extranjera directa, junto a la caída de la inversión pública, crisis en el sector petrolero y empleo estancado, son algunos de los factores por los que la economía entró en recesión en el primer semestre de 2024, según el informe publicado en julio de 2024 por el BCE.

En abril de 2024 el gobierno anunció una nueva crisis energética tras la de finales de 2023, crisis que trajo consigo nuevos apagones por racionamiento de energía. Desde octubre de 2024, un nuevo periodo de estiaje causó que los racionamientos energéticos empeoren, llegando a sumar 14 horas diarias en la mayoría de las regiones del país e incluso de 24 horas en ciertas zonas industriales. El déficit de generación eléctrica se estimó en alrededor de 1.747 megavatios, similar a la potencia total del mayor complejo hidroeléctrico del país, Paute Integral (1.757 megavatios), que representa casi un 38% de la demanda de Ecuador.<sup>8</sup> Ante esta situación, el presidente Daniel Noboa, la ministra de Energía y Minas y varios actores del gobierno buscan soluciones como la compra de electricidad a privados o al gobierno colombiano. Los resultados consolidados por el BCE muestran que, del total de empresas encuestadas, un 57,7% declararon algún tipo de afectación. Por sector, el porcentaje fue superior en manufactura (69,8%) y comercio (58,1%), mientras que en construcción y servicios este valor estuvo cercano a 50,0%. Del total de empresas afectadas, un 21,1% se concentró en el sector de manufactura, seguidas por comercio (18,3%) y servicios (15,8%). De forma agregada, las pérdidas ascendieron a USD 1.916 millones. A nivel de sector económico, las mayores pérdidas se registraron en comercio con USD 763 millones, manufactura con USD 380 millones y servicios con USD 374 millones.<sup>9</sup>

En definitiva, el Ecuador se enfrenta a una diversidad de factores internos y externos que podrían tener influencia sobre el crecimiento y desarrollo de la economía; las elecciones en 2025 causaron incertidumbre en el primer trimestre del año, tensiones geopolíticas, fragmentaciones en los mercados de materias primas, fenómenos climáticos y las crisis de inseguridad y energéticas son algunos de los factores decisivos. A pesar de esto, en el primer trimestre de 2025, la economía ecuatoriana registró un crecimiento interanual de 3,4%. El buen desempeño de la economía estuvo sustentado principalmente en la recuperación del consumo de los hogares, de la inversión y de las exportaciones no petroleras. De cara a la segunda mitad de 2025, las estrategias adoptadas por el sector

<sup>7</sup> <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banca-privada-credito-perspectivas/>

<sup>8</sup> <https://www.primicias.ec/economia/cortes-luz-deficit-generacion riesgos-aumento-apagones-83078/>

<sup>9</sup> BCE: Informe de Resultados Cuentas Nacionales – marzo 2025

privado y el gobierno serán claves para incidir en la atracción de inversión privada, en el desarrollo de obras públicas, en un mayor dinamismo del empleo y en el control de la crisis de inseguridad.

### INDICADORES

PIB ECUADOR	2022	2023	2024	2025*	VARIACIÓN ANUAL
Crecimiento de la economía	6,2%	2,4%	-2,0%	2,8%	-4,4 p.p.

Fuente: BCE

SECTOR REAL	2022	2023	2024	JUNIO 2024	JUNIO 2025	VARIACIÓN ANUAL
Índice de precios del consumidor (IPC)	3,74	1,35	0,53	1,18%	1,48%	0,30 p.p.
Índice de precios del productor (IPP)	6,14	0,91	7,53	4,56%	-0,10%	-0,05 p.p.
Empleo adecuado	36,0%	35,9%	33,0%	35,4%	35,9%	0,50 p.p.
Desempleo	4,1%	3,4%	2,7%	3,1%	3,5%	0,40 p.p.
Precio promedio del petróleo (WTI) - USD	94,59	77,64	75,92	80,78	64,04	-20,72%
Riesgo país promedio	1.139	1.773	1.337	1.249	1.133	-9,28%

Fuente: BCE, INEC

SECTOR MONETARIO-FINANCIERO	2022	2023	2024	JUNIO 2024	JUNIO 2025	VARIACIÓN ANUAL
Oferta Monetaria (M1) - millones USD	30.191	30.489	31.462	29.738	32.554	9,47%
Cuasidinero - millones USD	45.120	49.855	57.023	52.657	61.861	17,48%
Liquidez total (M2) - millones USD	75.310	80.344	88.485	82.395	94.415	14,59%
Base Monetaria (BM) - millones USD	28.698	27.672	29.776	28.173	29.735	5,55%
Multiplicador monetario (M2/BM)	2,6	2,9	3,0	2,9	3,2	0,25
Reservas internacionales -millones USD	8.459	4.454	6.900	7.090	8.409	18,60%
Reservas bancarias -millones USD	7.230	5.484	6.255	6.024	6.534	8,46%
Tasa activa referencial	8,48	9,94	10,43	11,4	8,46	-2,94 p.p.
Tasa pasiva referencial	6,35	7,7	7,46	8,44	6,56	-1,88 p.p.

Fuente: BCE

SECTOR EXTERNO	2022	2023	2024	JUNIO 2024	JUNIO 2025	VARIACIÓN ANUAL
Exportaciones - millones USD FOB	32.658	31.126	34.421	16.953	18.814	11,0%
Exportaciones petroleras - millones USD FOB	11.587	8.952	9.572	4.990	4.323	-13,4%
Exportaciones no petroleras - millones USD FOB	21.071	22.175	24.849	11.963	14.491	21,1%
Importaciones - millones USD FOB	30.334	29.128	27.743	13.213	14.684	10,9%
Balanza Comercial - millones USD FOB	2.325	1.998	6.678	3.739	4.166	11,4%
Precio promedio del petróleo (WTI) - USD	80,26	71,65	75,92	76,13	73,88	-2,96%
Riesgo país promedio	1.250	2.055	1.337	1.570	1.253	-20,21%

Fuente: BCE

### SECTOR DE MANUFACTURA – RECICLAJE

La industria manufacturera constituye una actividad económica basada en la fabricación, procesamiento y transformación de materias primas, y/o de bienes primarios en productos finales e insumos para otras sub-industrias dentro de la cadena productiva. Este sector además conlleva un rol preponderante en la economía de los países emergentes, ya que es capaz de emplear a una porción importante de la población y producir materiales requeridos por sectores estratégicos.<sup>10</sup> A nivel mundial, la manufactura es altamente reconocida por la integración vertical y horizontal con otras actividades, permitiendo generar economías de escala y procesos más eficientes.

En 2024, la industria manufacturera fue una de las más representativas a la economía ecuatoriana en cuanto a la producción de bienes y servicios. Este hecho además se refleja en la contribución a la generación de empleo equivalente a 8,0% del empleo total hasta diciembre 2024 con respecto a la PEA.

### CRECIMIENTO

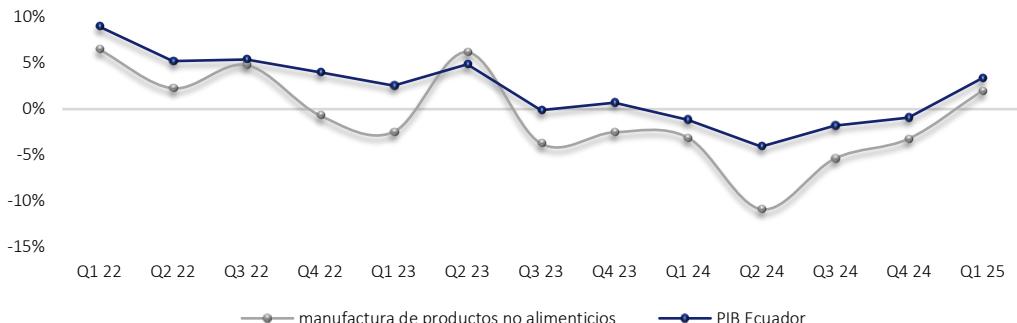
Desde el año 2023, factores como la incertidumbre política, la ralentización de la economía del Ecuador, la crisis de inseguridad y los apagones eléctricos han afectado considerablemente a la producción de las industrias manufactureras. Debido a esto, el crecimiento en el valor agregado bruto del sector de la manufactura de productos no alimenticios pasó de 3,19% en 2022 a cifras negativas de -0,69% en 2022 y -5,73% en 2024. Según el BCE<sup>11</sup>, esta última contracción fue consecuencia de la caída en el VAB de varias industrias, entre las que se destacan: Fabricación de productos textiles; Fabricación de otros productos minerales no metálicos; Fabricación de muebles;

<sup>10</sup> Enciclopedia Británica 2015

<sup>11</sup> BCE – Informe de Resultados Cuentas Nacionales Trimestrales IV 2024

y Fabricación de vehículos y equipos de transporte. En el primer trimestre de 2025, el sector experimentó un crecimiento en términos trimestrales, revirtiendo la tendencia de los últimos años (+1,99% con respecto al mismo trimestre del año anterior).

#### CRECIMIENTO - SECTOR MANUFACTURA DE PRODUCTOS NO ALIMENTICIOS

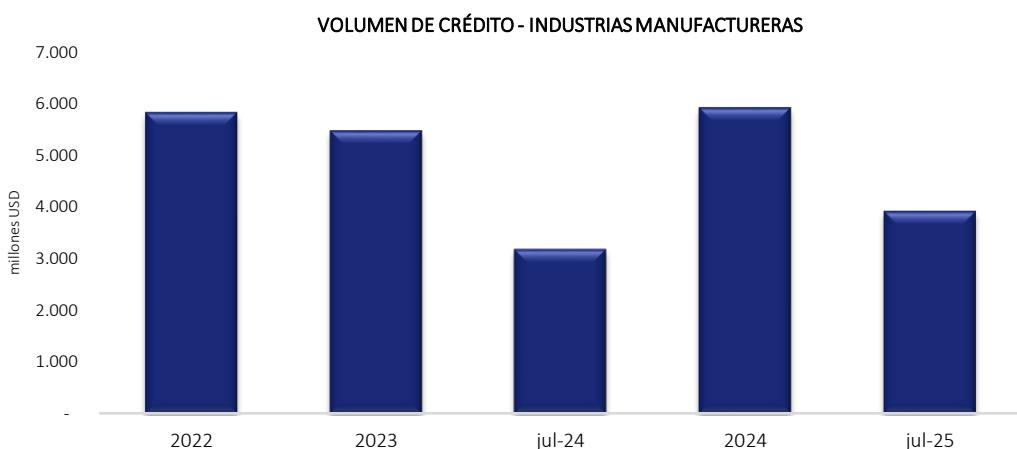


Fuente: BCE

Los datos al 2024 evidencian seis trimestres consecutivos de contracción económica para la manufactura no alimenticia. En los primeros dos trimestres de 2024, las variaciones anuales del sector fueron de -3,10% y -10,89%, respectivamente y a los últimos dos trimestres de 2024, estas variaciones fueron de -5,37% y -3,22%. Esta disminución fue consecuencia de la caída en el VAB de varias industrias, entre las que se destacan: Fabricación de productos textiles (-5,5%); Fabricación de otros productos minerales no metálicos (-11,9%); Fabricación de muebles (-26,3%); Industrias manufactureras (-13,3%); y Fabricación de vehículos y equipos de transporte (-14,4%)<sup>12</sup>.

En 2025, el BCE prevé un crecimiento de 2,60% en la manufactura de productos no alimenticios, al recuperarse algunas actividades económicas durante este año.

#### CRÉDITO OTORGADO



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

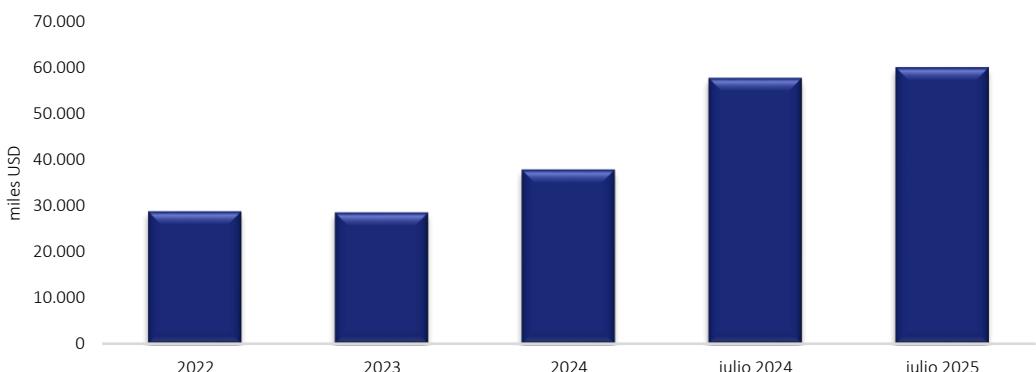
Según la Superintendencia de Bancos, en 2023 se otorgó crédito por USD 5.464 millones relacionado a la manufactura. Este valor muestra una variación anual de -6,07%, lo que pudo ser consecuencia de un financiamiento más caro por parte de los bancos lo que redujo la cantidad de colocaciones, así como la ralentización en la economía ecuatoriana y el decrecimiento observado en el sector.

A diciembre de 2024, el crédito al sector creció aumentó 8,15% comparado con 2023. Las entidades que lideraron el porcentaje de crédito otorgado en estos meses son Banco Bolivariano S.A., Banco Guayaquil S.A., y Banco Pichincha C.A. Finalmente, los datos a julio de 2025 muestran nuevamente un aumento en el volumen de crédito

<sup>12</sup> Informe de Resultados Cuentas Nacionales Trimestrales

otorgado cuando contabilizó USD 3.909 millones, valor 23,07% superior al registrado en el mismo mes del año anterior.

#### VOLUMEN DE CRÉDITO PARA GESTIÓN DE DESECHOS Y ACTIVIDADES DE SANEAMIENTO



Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador

En cuanto al crédito otorgado para la gestión de desechos<sup>13</sup>, se evidenció una caída en el nivel de crédito entre 2022 y 2023. Sin embargo, en 2024 este creció un 32,9% hasta totalizar USD 37,76 millones. Las actividades que más crédito recibieron fueron la recolección de desechos no peligrosos, seguido por la recuperación de materiales. Por otro lado, a agosto de 2025 se observa un leve aumento en el monto de crédito otorgado en un 4,0% anual.

#### TAMAÑO E INTEGRACIÓN

La manufactura de productos no alimenticios durante los últimos tres años ha mantenido una participación promedio de 5,54%, lo que lo convierte en uno de los sectores con la participación más alta con respecto al PIB del país, por encima de sectores como la construcción, las actividades financieras y de seguros y la pesca y acuicultura. Al cuarto trimestre de 2024, la participación del sector en el PIB del Ecuador fue de 5,35% y al primer trimestre de 2025 se mantuvo en 5,34%.

#### TAMAÑO E INTEGRACIÓN - MANUFACTURA DE PRODUCTOS NO ALIMENTICIOS



Fuente: BCE

Coherente con el decrecimiento en la producción del sector en 2023, la manufactura de productos no alimenticios tuvo una contribución al crecimiento de -0,28% en el último trimestre del año, ubicándose por debajo de la contribución promedio de los últimos tres años (0,34%). Al último trimestre de 2024, la contribución al crecimiento fue de -0,19%, coherente con la contracción del VAB en ese periodo. Durante el primer trimestre del año, la situación se revirtió cuando el sector contribuyó 0,11% al crecimiento de la economía en este periodo.

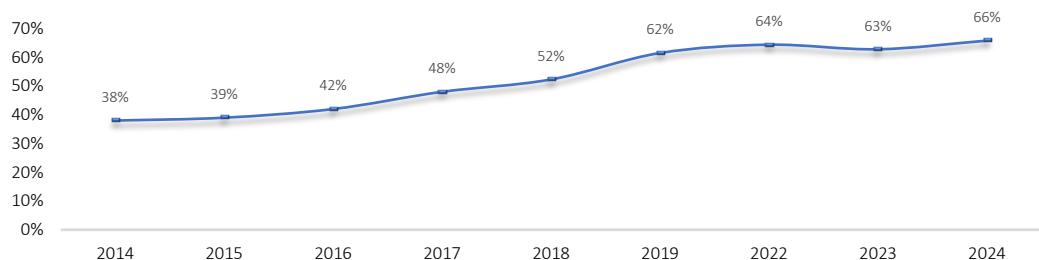
#### RECICLAJE

Según las estadísticas de Información Ambiental en Hogares 2022 del INEC, la clasificación de residuos en hogares ha mantenido una tendencia creciente en los últimos 10 años. En 2014 un 38% de los hogares clasificó o separó

<sup>13</sup>Recolección de desechos no peligrosos, recolección de desechos peligrosos, recuperación de materiales, tratamiento y eliminación de desechos no peligrosos, tratamiento y eliminación de desechos peligrosos, actividades de descontaminación y otros servicios de gestión de desechos

algún residuo, mientras que en 2024 este indicador alcanzó un total de 66% de hogares, es decir, que un poco menos de siete de cada diez hogares clasificaron residuos.

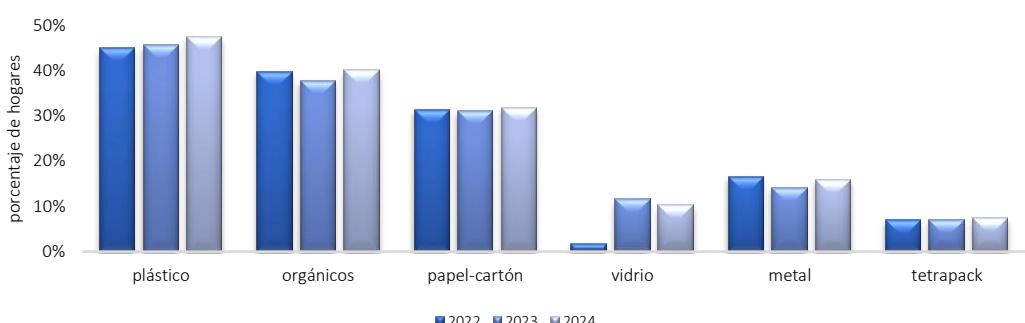
#### HOGARES QUE CLASIFICAN RESIDUOS



Fuente: INEC

Durante 2024, el principal residuo clasificado fue el plástico (47,5%), seguido por desechos orgánicos (40,1%) y por papel-cartón (31,9%).

#### CLASIFICACIÓN SEGÚN TIPO DE RESIDUO



Fuente: INEC

La industria de papel y cartón tiene importancia dentro de la economía ecuatoriana ya que permite cubrir las necesidades de diversos sectores de la economía del país. Además, el aumento del comercio en línea y la demanda de papel y cartón para envíos, y la presión ecológica de reemplazar el consumo de plástico de un solo uso, ha permitido que esta materia prima permanezca en el mercado con fuerza ya que el papel y el cartón son reciclables y biodegradables<sup>14</sup>.

Dentro de la manufactura, una de las actividades que presenta oportunidades de crecimiento es la del reciclaje, considerando que en Ecuador existe una falta de una infraestructura adecuada, que es costosa y en algunos casos requiere del apoyo de organismos o financiadores internacionales. Se suma el lento desarrollo tecnológico que existe en el mercado que impide generar nuevos procesos y reducir tiempos en el manejo de desechos. Además, existe una falta de conciencia ambiental de los ciudadanos que hace este proceso más difícil. Pese a ello, 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.

Ecuador es el tercer país de la región que importa mayor cantidad de basura plástica (detrás de México y El Salvador). Esta importación de desechos plástico sirve para la fabricación de envases, empaques, fundas y otros productos de un solo uso. Es decir, mientras la tendencia mundial camina hacia la eliminación de los plásticos de un solo uso, en Ecuador todavía se utiliza este tipo de plásticos por temas de costos.

La normativa ecuatoriana (Ley Orgánica para la Racionalización, Reutilización y Reducción de Plásticos de un Solo Uso) exige un 30 % de contenido reciclado en envases plásticos ha impulsado transformaciones significativas en la industria, presentando tanto desafíos como oportunidades<sup>15</sup>. Uno de los principales retos es garantizar un suministro constante y de calidad del material reciclado, lo cual depende en gran medida de la formalización y el

<sup>14</sup> <https://obest.uta.edu.ec/wp-content/uploads/2020/09/Sector-papel-y-carton-del-Ecuador.pdf>

<sup>15</sup> <https://www.primicias.ec/branded/botellas-plasticas-reciclaje-sostenibilidad-enkador-origin-86171/>

fortalecimiento de la cadena de recicladores. Al mismo tiempo, esta regulación crea oportunidades para el desarrollo de una economía circular robusta, que no solo reduce el impacto ambiental, sino que también genera empleo y valor social en sectores tradicionalmente marginados.

Además, esta normativa ha impulsado una transformación notable en la industria recicladora, promoviendo el reciclaje y el ecodiseño desde la fase de diseño del producto. En 2024, se recuperaron más de 112.000 toneladas de plásticos, un 33% más que en 2022, y se logró incorporar mínimo de 30% de material reciclado en productos regulados, con varios superando ese umbral (por ejemplo, botellas PET que alcanzaron 35%). Esta normativa ha estimulado grandes inversiones (incluyendo una de USD 100 millones y otras adquisiciones de millones adicionales por parte de recicladoras), ha permitido el uso de plástico reciclado apto para contacto alimentario y ha fortalecido una industria formal de reciclaje, creando nuevas empresas y oportunidades económicas para miles de recicladores.<sup>16</sup>

### PERSPECTIVAS Y CONCLUSIONES

En 2024, varios factores dificultaron el crecimiento en el sector, como la crisis de inseguridad que causó un problema en todo el sistema de distribución de productos, especialmente las rutas de transporte a la Costa ante al incremento de robos y hechos violentos que han reducido las ventas<sup>17</sup>. Además, la falta de políticas públicas en temas de competitividad, así como los cambios tributarios afectan al sector, menciona Andrés Robalino, representante legal de la Cámara de Industrias, Producción y Empleo (CIPEM).

Además, los cortes eléctricos alcanzaron un máximo de 14 horas diarias a finales de 2024 tras el estiaje de ese año. Los resultados consolidados del BCE<sup>2</sup> muestran que, del total de empresas encuestadas, un 57,7% declararon algún tipo de afectación por los racionamientos eléctricos. Por sector, el porcentaje fue superior en manufactura (69,8%). Del total de empresas afectadas, el 21,1% se concentró en el sector de manufactura, seguidas por comercio (18,3%) y servicios (15,8%). De forma agregada, las pérdidas ascendieron a USD 1.916 millones y a nivel de sector económico, las mayores pérdidas se registraron en comercio con USD 763 millones, seguido por la manufactura con USD 380 millones.

Es por esto por lo que el crecimiento para finalizar 2025 dependerá en gran medida de las políticas y reformas adoptadas y coordinadas por el gobierno, así como la resiliencia del sector privado, considerando que la infraestructura y la maquinaria juegan un papel crucial en la optimización de los procesos de manufactura y en la cadena de suministro<sup>18</sup>.

Por otro lado, el sector manufacturero se podría beneficiar de varios aspectos por los acuerdos comerciales firmados con otros países, ya que aumentan la competitividad de los productos y la oportunidad de exportar varios de ellos. En 2024 entraron en vigor los acuerdos comerciales con países como Canadá, Costa Rica y China. Varias industrias del sector se podrían beneficiar a través del acceso a materia prima a mejores precios y preferencias arancelarias en mercados de relevancia mundial. El BCE estima un crecimiento total de 2,60% para la manufactura de productos no alimenticios al cerrar 2025, que evidenciaría una mejora importante con respecto a los datos de 2024.

INDICADORES	2022	2023	2024	JULIO 2024	JULIO 2025	VARIACIÓN ANUAL
Inflación productos alimenticios, bebidas y tabaco; textiles, prendas de vestir y productos de cuero (IPP, variación anual)	4,64%	1,51%	1,41%	1,33%	-0,56%	-1,89 p.p.
Inflación productos metálicos, maquinaria y equipo (IPC, variación anual)	3,14%	-4,79%	-0,46%	-3,24%	2,60%	5,84 p.p.
Inflación prendas de vestir y calzado (IPC, variación anual)	-1,81%	-2,87%	-0,74%	-0,41%	-4,33%	-3,92 p.p.
Inflación muebles, artículos para el hogar y (IPC, variación anual)	4,99%	1,49%	1,58%	0,38%	0,92%	0,54 p.p.
Empleo adecuado – manufactura	50,20%	45,60%	47,70%	51,20%	57,90%	6,70 p.p.
Desempleo - manufactura	4,80%	2,80%	1,50%	2,10%	2,50%	0,40 p.p.
Ventas netas - manufactura (millones USD)*	35.612	35.308	34.766	16.742	18.703	11,71%

Fuente: INEC, SRI

<sup>16</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/reciclaje-empresas-inversion-innovacion-aseplas-ecuador-2025-nota/>

<sup>17</sup> <https://www.ecuavisa.com/noticias/economia/9-8-2024-panorama-opaco-construcción-manufactura-ecuador-LM7817386>

<sup>18</sup> <https://thelogisticsworld.com/actualidad-logistica/la-mayor-expo-de-manufactura-del-2024-encuentra-las-mejores-soluciones-en-logistica-infraestructura-y-maquinaria-en-the-logistics-world-summit-expo/>

### POSICIÓN COMPETITIVA

SURGALARE S.A. compite con otras empresas en el sector de reciclaje. Sin embargo, cabe recalcar que el mercado para los productos en base a material reciclaje, como papel *tissue* y similares, cuenta con una alta demanda en el Ecuador, permitiendo espacio para que las empresas puedan crecer y desarrollar nuevos productos.

RECICLADO	PARTICIPACIÓN
Grupo Familia	59,01%
Fábrica de Papel Higiénico del Valle Favalle Cía. Ltda.	13,81%
Fábrica Papelera Bella Papel Bellapapel S.A.	9,21%
Selap S.A.	6,46%
Molpack Ecuador Ecuamolpack S.A.	5,31%
SURGALARE S.A.	6,20%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fuente: SURGALARE S.A.

EMPRESAS FABRICANTES DE PAPEL	PARTICIPACIÓN
ESSITY	41,20%
Fábrica de Papel Higiénico del Valle Favalle Cía. Ltda.	5,62%
Fábrica Papelera Bella Papel Bellapapel S.A.	5,62%
SURGALARE S.A.	4,74%
Absorpelsa Papeles Absorventes S.A.	2,81%
Papel Importado	40,02%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fuente: SURGALARE S.A.

EMPRESAS CONVERTIDORAS	PARTICIPACIÓN
ESSITY	41,20%
Fabmer S.A.	11,16%
Papeles Absorbentes La Reforma Absoreforma S.A.	10,51%
Softys Ecuador S.A.	6,74%
Fábrica de Papel Higiénico del Valle Favalle Cía. Ltda.	5,62%
SURGALARE S.A.	4,74%
Fábrica Papelera Bella Papel Bellapapel S.A.	3,75%
Unilimpio S.A.	2,68%
Otros	13,60%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fuente: SURGALARE S.A.

Con lo antes expuesto, es opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. que el sector al que pertenece el Emisor presenta una posición estable con oferta y demanda de sus productos con una tendencia creciente y una estructura conformada por empresas que ofrecen diferentes productos en el sector.

### PERFIL INTERNO

### GOBIERNO Y ADMINISTRACIÓN

SURGALARE S.A. es una empresa dedicada al procesamiento de desperdicios y desechos metálicos y no metálicos, y de otros artículos para convertirlos en materias primas secundarias, normalmente mediante un proceso de transformación mecánica o química, separación y planificación de materiales recuperables de corrientes de desechos no peligrosos (basura); separación y planificación en categorías distintas de materiales recuperables mezclados como: cartón, papel, plástico, peet, botellas de plástico, chatarra, textil, madera, vidrios, desechos electrónicos.

**2025**  
ACTUALIDAD  
SURGALARE S.A. en la actualidad se enfoca en el tratamiento y eliminación de residuos recuperables. Comprometido con el medio ambiente con 14 años reciclando materiales derivados del cartón y plástico.

**2023**  
AUMENTO DE CAPITAL  
Con fecha 16 de octubre, mediante escritura pública y reforma del estatuto de la compañía se realizó el aumento de capital por USD 313.387, con lo cual el capital social alcanzó USD 794.187.

**2023**  
MOLINO DE PAPEL  
En el primer trimestre de este año SURGALARE S.A. importó y realizó el montaje del "Molino de Papel" que aumentará la capacidad de reciclar el papel. El montaje finalizó en septiembre.

**2022**  
AUMENTO DE CAPITAL  
La Junta General de Accionistas de SURGALARE S.A. realizó el aumento de capital social en la suma de USD 480 mil, quedando su capital social en USD

<b>2020</b> <b>FACTURAS COMERCIALES NEGOCIAZBLES</b>	480,8 mil, mediante el aporte de dos bienes inmuebles por parte de la compañía PAPERPLACE S.A.S., ubicados en el cantón Yaguachi.
<b>2014</b> <b>CAMBIO DE OBJETO SOCIAL</b>	El 13 de agosto la SCVS aprobó la emisión de Facturas Comerciales Negociables de SURGALARE S.A. como emisor privado del sector no financiero, mediante la resolución SCVS.INMV.DNAR.2020.00004785.
<b>2011</b> <b>CONSTITUCIÓN</b>	La Junta General de Accionistas de SURGALARE S.A. realizó el cambio de el objeto social, dedicándose a toda clase de reciclaje de todo tipo de cartón, papel y plástico.

Fuente: SURGALARE S.A.

SURGALARE S.A. comienza operaciones en octubre del 2011 para el procesamiento y ventas de desperdicios y desechos no metálicos, tales como papel, plásticos, entre otros, los cuales son convertidos en materias primas secundarias. La compañía tiene como misión "Visibilizar la importancia del reciclaje para el medioambiente y fomentar la economía circular proporcionando productos de consumo masivo de alta calidad, impactando positivamente a las economías de base" y como visión "Ser un modelo de negocio referente, económica, ecológica y socialmente".

A la fecha del presente informe, el capital social de la compañía está representado por 794.187 acciones ordinarias y nominativas de USD 1,00 cada una.

SURGALARE S.A.	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Guerrero Sempertegui K. F.	Ecuador	264	0,03%
Paperplace S.A.S	Ecuador	793.923	99,97%
<b>Total</b>		<b>794.187</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: SCVS

PAPERPLACE S.A.S	PAÍS	CAPITAL (USD)	PARTICIPACIÓN
Baeza García D.	Ecuador	400	100,00%
<b>Total</b>		<b>800</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: SCVS

En cuanto a la referencia de empresas vinculadas, se detalla los accionistas que presentan vinculación representativa en otras compañías, ya sea por accionariado o por administración. Las personas naturales que en definitiva conforman la compañía se muestra con amplia trayectoria empresarial, evidenciada a través de las numerosas compañías que administran y/o son dueñas.

EMPRESAS RELACIONADAS	TIPO DE VINCULACIÓN	SITUACIÓN LEGAL
Inmoserpenty S.A.	Accionariado y Administración	Activa
Biopaper S.A.S.	Accionariado	Activa
Paperplace S.A.S	Accionariado y Administración	Activa
Kiri Global Business S.A.S.	Accionariado y Administración	Activa
Bayyasa S.A.	Accionariado y Administración	Activa
Transport-World S.A.	Accionariado y Administración	Activa

Fuente: SCVS

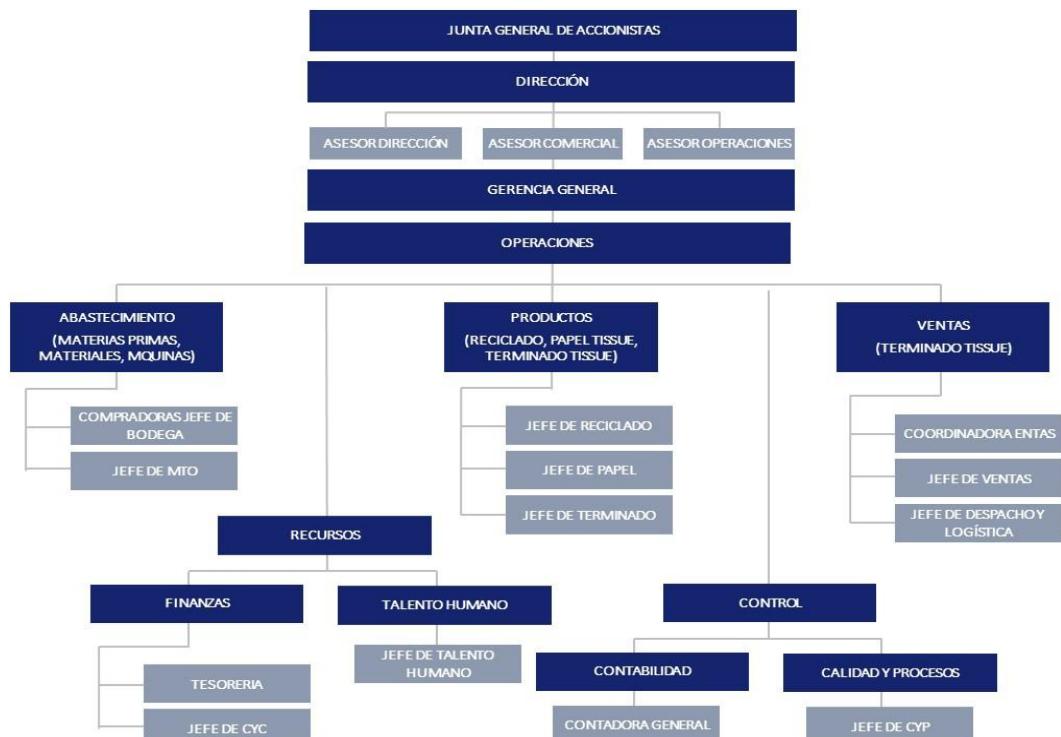
SURGALARE S.A. no mantiene participación en el capital de otras compañías.

La empresa forma parte de un grupo de compañías, y se espera que Paperplace S.A.S. se convierta en el holding del proyecto. Actualmente, SURGALARE S.A. es la encargada de la adquisición de la materia prima y la producción de bobinas. Además de estas empresas a nivel nacional, el grupo mantiene fuertes relaciones internacionales con el objetivo de cerrar toda la cadena de elaboración y distribución de papel.

El gobierno de la compañía le corresponde a la Junta General de Accionistas, que constituye el órgano supremo. La administración se ejecuta a través del Presidente, del Gerente General y del Vicepresidente, de acuerdo con los términos de los estatutos. La representación legal le corresponde al Gerente General.

A la fecha del presente informe, cuentan con 122 empleados lo que significó un crecimiento de 12,96% con respecto a abril de 2025, de los cuales 88 se desempeñan en el área operativa y 34 son personal administrativo. La

empresa realiza capacitaciones anuales a los empleados con el objetivo de generar un adecuado estándar de producción y trabajo. Los principales funcionarios poseen amplia experiencia y competencias apropiadas con los cargos. Actualmente, el directorio no está constituido, pero está dentro de los planes de los accionistas hacia futuro, al igual que la implementación de prácticas de gobierno corporativo.



Fuente: SURGALARE S.A.

Hasta la fecha del presente informe, SURGALARE S.A. mantiene un contralor que está encargado de:

- Supervisar las tareas contables y fiscales, incluidos los informes financieros y la gestión.
- Supervisar el libro mayor, el plan de cuentas y otros estados financieros.
- Controlar los procesos de producción y optimización de los procesos internos.
- Velar que se cumplan al 100% los lineamientos de la dirección.
- Supervisar la implementación y evaluación de protocolos y políticas internas e incluso facilitar a la Dirección el trabajo de estrategia corporativa.

Con la finalidad de mantener un adecuado manejo de la información la compañía dispone de diversas políticas de seguridad:

#### Claves de acceso

- A cada usuario se le asigna una cuenta de usuario y una clave que es privada, personal e intransferible; que no debe ser revelado, sin previa autorización de su gerencia respectiva.
- Las claves de acceso tienen una duración de máximo 42 días y deben tener como mínimo 7 caracteres de longitud y ser alfanuméricas, con un símbolo especial como mínimo.

#### Estación de trabajo

- No se puede cambiar la configuración de las PC's y los sistemas sin previa autorización de sistemas.
- No se puede instalar otros equipos informáticos que no sean de la empresa.
- El usuario no está autorizado a mover o trasladar equipos informáticos, sin previa autorización de IT.

- Los usuarios están prohibidos de cambiarse o asignarse equipos, sin la autorización de su gerencia y previa la coordinación con sistemas.

#### Correo electrónico

- Para obtener una dirección de correo electrónico debe de ser solicitada en el respectivo formato por el gerente de área.
- Está prohibido utilizar la dirección de correo electrónico de la empresa para enviar mensajes no relacionados al trabajo en la compañía.
- Evitar enviar mensajes redundantes e innecesarios; ya que, esto trae como consecuencia mucha lentitud en el servicio de correo electrónico.
- Todos los usuarios deben tener en cuenta que el tamaño máximo para transmitir o recibir un mail es de 30 Megabytes.
- No se puede cambiar la configuración de las PC's y los sistemas sin previa autorización de sistemas.
- No se puede instalar otros equipos informáticos que no sean de la empresa.
- El usuario no está autorizado a mover o trasladar equipos informáticos, sin previa autorización de IT.
- Los usuarios están prohibidos de cambiarse o asignarse equipos, sin la autorización de su gerencia y previa la coordinación con sistemas.

#### Acceso a internet

- El acceso a internet es exclusivamente para tareas o fines que estén relacionados con su respectivo trabajo
- El acceso a internet será monitoreado para evitar el ingreso a sitios no productivos, contenido malicioso, violento o pornográfico.
- La información sensible como contraseñas y números de tarjetas de crédito no deben ser enviados a través de internet a no ser que estén encriptados o cifrados.
- Está prohibido colocar información de la empresa en la internet a menos que este autorizado por la gerencia.
- El acceso a internet debe ser solicitado a *helpdesk* en el respectivo formato con la preaprobación de su gerente de área.

#### Información

- Los empleados, contratistas y pasantes no deben suministrar cualquier información de la empresa a ningún ente interno o externo sin las autorizaciones respectivas.
- Está totalmente prohibido usar las carpetas compartidas ya sean personales, departamentales o públicas para almacenar información que no sea de la empresa (videos, canciones, etc.)
- Es responsabilidad de cada usuario guardar los archivos catalogados como importantes en su drive personal o departamental para su respectivo respaldo.

Por otra parte, mantienen un Código de Conducta cuyo objetivo es fortalecer la imagen interna y externa de la compañía y de sus colaboradores, caracterizando sus actitudes como correctas, justas, adecuadas y orientadas hacia el bien común. El Código de Conducta ofrece un conjunto de normas y preceptos para promover y asegurar un comportamiento ético en los colaboradores; "constituye una declaración de compromiso de establecer y mantener los más altos estándares de honestidad, integridad y principios éticos que permita mantener una posición de liderazgo".

El alcance del Código de Conducta comprende a toda la estructura organizativa y funcional, es decir, a gerentes, representantes, trabajadores y toda persona que preste servicios eventuales o específicos y desarrollen sus actividades en cada uno de los niveles de la organización, bajo cualquier modalidad contractual. A través del

responsable de Recursos Humanos se distribuye el Código de Conducta al personal y partes interesadas que lo requieran y realiza la difusión de este documento a través de charlas y su entrega física.

SURGALARE S.A. se compromete a evaluar el impacto socio ambiental de todas las actividades desarrolladas dentro de su contexto organizacional y a cumplir con los estándares, reglamentación y legislación socio ambiental nacional vigente e internacional aplicable, realizando la oportuna gestión de los riesgos socio ambientales, destinando recursos y estableciendo indicadores que permitan alcanzar el objetivo establecido en esta política socio ambiental.

El objetivo general de esta política es direccionar a la organización, sus miembros y sus actividades, a la prevención y minimización de los impactos y riesgos generados sobre comunidades y el medio ambiente, estableciendo los siguientes principios:

- Desarrollo sostenible del modelo de negocio a través de la mejora continua de actividades.
- Gestión proactiva de los riesgos socio ambientales de las actividades y de proveedores para satisfacer los requisitos acordados con clientes, partes interesadas, legales, reglamentarias, o los adquiridos voluntariamente.
- Prevención de la contaminación, minimizar el impacto de residuos y emisiones, y protección de la seguridad y salud de la comunidad.
- Garantizar los derechos laborales, fomento de la igualdad de género y la multiculturalidad.
- Uso eficiente de los recursos naturales, como energía y agua, renovables y no renovables, productos y materias primas.
- Controlar las actividades con indicadores de seguridad y salud laboral y comunitaria, consumo de recursos, efluentes, gestión de residuos, emisiones a la atmósfera, derechos laborales, igualdad de género y multiculturalidad.

Actualmente, la empresa ha presentado certificados de cumplimiento de obligaciones con el Sistema de Seguridad Social (IESS), Servicio de Rentas Internas (SRI), Superintendencia de Compañías Valores y Seguros (SCVS) y un certificado del buró de crédito, evidenciando que la compañía se encuentra al día con instituciones financieras, no registra demandas judiciales por deudas, no registra cartera castigada ni saldos vencidos. Es codeudor con seis cifras bajas, por lo que no es un monto representativo sobre el total del activo. Cabe mencionar que a la fecha la compañía no mantiene juicios laborales, mantiene dos procesos de carácter civil, evidenciando que bajo un orden de prelación la compañía no tiene compromisos pendientes que podrían afectar los pagos de un posible instrumento en el Mercado de Valores en caso de quiebra o liquidación.

## NEGOCIO

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. Los principales productos terminados que dispone a la venta están bajo la marca "Bouquet" y "Yasuní Eco Natural".

LÍNEA DE NEGOCIO	DESCRIPCIÓN
Reciclado	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Polyboard</li> <li>■ Duplex</li> <li>■ Canuto</li> <li>■ Cartón</li> <li>■ Periódico</li> </ul>
Bouquet	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Bouquet Industrial 100 mts 2H Blanco Natural 12 Unidades por paca</li> <li>■ Bouquet Industrial 150 mts 2H Blanco Natural 12 Unidades por paca</li> <li>■ Bouquet Industrial 180 mts 2H Blanco Natural 12 Unidades por paca</li> <li>■ Bouquet Industrial 200 mts 2H Blanco Natural 12 Unidades por paca</li> <li>■ Bouquet Industrial 240 mts 2H Blanco Natural 12 Unidades por paca</li> <li>■ Bouquet Industrial 250 mts 2H Blanco Natural 12 Unidades por paca</li> </ul>
Yasuní	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Limpión Yasuní Eco Natural 150 mts 12 Unidades por paca.</li> </ul>

LÍNEA DE NEGOCIO	DESCRIPCIÓN
	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Limpión Yasuní Eco Natural 300 mts 6 Unidades por paca.</li> <li>■ Limpión Yasuní Eco Natural 600 mts 4 Unidades por paca.</li> <li>■ Limpión Yasuní Eco Natural 100 mts 12 Unidades por paca</li> </ul>
Servilletas	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Servilletas Bouquet 75 Unidades/paquete - 40 Unidades por paca</li> </ul>
La Madrina	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Rollos de papel higiénico.</li> </ul>

Fuente: SURGALARE S.A.

Además, están los productos de reciclaje, que se segregan de acuerdo con el tipo de material.

Las estrategias de la compañía para 2025 se basan en el crecimiento y expansión de todas sus operaciones.

ESTRATEGIA	CUMPLIMIENTO
Aumentar el suministro de acopio a 1200 TM /mes	Cumplimiento. Se busca aumentar el acopio a 2.000 TM/mes
Mantener optimizados los procesos de control de calidad para el cumplimiento con clientes.	En proceso de control de materias primas, proceso y producto terminado.
Implementar controles de información cruzada para determinar la satisfacción de clientes de reciclado y producto terminado.	Jefaturas obtienen <i>feedback</i> mediante servicio al cliente del pleno cumplimiento de los atributos pactados con el cliente.
Montaje y arranque de la línea de negocio "Molino de Papel."	La línea arrancó en el mes de septiembre de 2023. Actualmente está operativa para todos los tipos de papel.
Aumentar la flota de camiones.	3 camiones en funcionamiento.
Reforzar los proyectos medioambientales y de puntos en el mercado industrial que actualmente se maneja.	Gestión de puntos verdes en todas las imprentas proveedoras de reciclado. Gestión de certificación de nuevos clientes (imprentas en Quito).
Aumentar la participación en el mercado local en la línea de reciclado y producto terminado (rollos de papel tissue, limpión, etc)	Se está incrementando principalmente con la línea de La Madrina, rollos de papel de 16mts que vienen en presentaciones de 6 rollos por paquete (48 unidades por paca).
	Montaje y arranque de la línea de producción de rollos de papel, que concluyó el 15 de junio y actualmente está operativa principalmente con producción de La Madrina (rollos 16mts).

Fuente: SURGALARE S.A.

En marzo de 2023, la planta de SURGALARE S.A. recibió maquinaria destinada a la nueva línea de negocio "Molino de Papel". Con el acompañamiento técnico de especialistas provenientes de China, el montaje del molino concluyó exitosamente en septiembre de 2023, cumpliendo con el cronograma establecido por la empresa. A partir de ese momento, se iniciaron las pruebas de arranque, y actualmente el equipo se encuentra en fase de optimización.

Adicionalmente, en agosto de 2023 se gestionó la importación de una máquina para la producción de rollos pequeños, la cual llegó a la planta en marzo de 2024. El montaje de esta maquinaria comenzó durante el primer trimestre del mismo año y, a la fecha, se encuentra en plena operación, produciendo los rollos de la marca "La Madrina" destinados a la venta comercial.

Paralelamente, se está llevando a cabo la construcción de nuevos galpones destinados a la línea de conversión, como parte del proceso de expansión de la infraestructura industrial.

Todas estas inversiones forman parte del plan estratégico de crecimiento y fortalecimiento de la capacidad productiva de SURGALARE S.A.

### RIESGO OPERATIVO

SURGALARE S.A. cuenta con diversas políticas y procedimientos para asegurar el cumplimiento de objetivos y mantener una gestión adecuada de las operaciones y los riesgos internos. Para mitigar el riesgo operacional, cuenta con pólizas de seguros de diversa índole que ofrecen cobertura sobre cualquier situación de riesgo operacional que se presente en el proceso de producción. La compañía mantiene vigentes pólizas de seguro con las compañías AIG Metropolitana Cía. de Seguros y Reaseguros S.A., Seguros Alianza S.A., Coface S.A., Hispana de Seguros S.A., entre otras.

TIPO DE COBERTURA	COMPAÑÍA ASEGURADORA	FECHA DE VENCIMIENTO
Seguro contra todo riesgo de vehículo	Seguros Alianza S.A.	30/12/2025
Seguro contra todo riesgo de vehículo	Seguros Alianza S.A.	30/12/2025
Seguro contra todo riesgo de vehículo	Latina Seguros C.A.	13/3/2026
Seguro contra todo riesgo de vehículo	Latina Seguros C.A.	13/3/2026
Seguro contra todo riesgo de vehículo	Seguros Alianza S.A.	25/5/2026
Seguro contra todo riesgo de vehículo	Seguros Alianza S.A.	09/6/2026
Equipo y maquinaria de contratista	Latina Seguros C.A.	10/6/2026
Equipo y maquinaria de contratista	Latina Seguros C.A.	10/6/2026
Seguro contra todo riesgo de vehículo	Seguros Alianza S.A.	13/6/2026
Equipo y maquinaria de contratista	Latina Seguros C.A.	10/8/2026
Multriesgo industrial	Latina Seguros C.A.	10/8/2026
Responsabilidad civil	Latina Seguros C.A.	10/8/2026
Seguro de crédito	Coface S.A.	31/8/2026
Incendio	Hispana de Seguros S.A.	25/10/2025
Seguro contra todo riesgo de vehículo	Seguros Alianza S.A.	11/11/2025
Garantía aduanera	Latina Seguros C.A.	14/3/2026

Fuente: SURGALARE S.A.

### PRESENCIA BURSÁTIL

Hasta la fecha del presente informe SURGALARE S.A. mantiene vigente la Primera Emisión de Obligaciones y el Primer Programa de Papel Comercial, la presencia bursátil que ha mantenido la empresa se detalla a continuación:

PRESENCIA BURSÁTIL	AÑO	APROBACIÓN	MONTO (USD)	ESTADO
Primera Emisión de Obligaciones	2023	SCVS-INMV-DNAR-2023-00034225	3.000.000	Vigente
Primer Programa de Papel Comercial	2024	SCVS-INMV-DNAR-2024-00005097	3.000.000	Vigente
Segunda Emisión de Obligaciones	2025	SCVS-INMV-DNAR-2025-00003156	10.000.000	Vigente

Fuente: SCVS

En el siguiente cuadro se evidencia la liquidez que han presentado los instrumentos que ha mantenido SURGALARE S.A.

LIQUIDEZ BURSÁTIL	DÍAS BURSÁTILES	NÚMERO DE TRANSACCIONES	MONTO COLOCADO (USD)
Primera Emisión de Obligaciones	82	21	3.000.000
Primer Programa de Papel Comercial	119	75	3.000.000
Segunda Emisión de Obligaciones			
Clase A	112	14	3.000.000
Clase B	68	11	3.000.000
Clase C	19	3	2.000.000
Clase D	1	1	2.000.000

Fuente: SCVS

En función de lo antes mencionado, GLOBAL RATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. opina que se observa consistencia en la presencia bursátil.

### INSTRUMENTO

En Guayaquil, el 9 de octubre de 2025, se celebró la Junta General Extraordinaria Universal de Accionistas de la compañía SURGALARE S.A. en la que se aprobó el Segundo Programa de Papel Comercial de la compañía por la suma de hasta USD 4.500.000.

SEGUNDO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL						
Características	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO EMISIÓN (DÍAS)	PLAZO PROGRAMA (DÍAS)	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	A	4.500.000	Hasta 359 días	Hasta 720 días	Al vencimiento	Cupón cero
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados.					
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	N/A					
Destino de los recursos	Los recursos provenientes de esta emisión serán destinados en su totalidad y a discreción de la compañía de acuerdo a sus necesidades a capital de trabajo consistente en compra de materia prima y pago a proveedores.					
Valor nominal	USD 1,00					

**SEGUNDO PROGRAMA DE PAPEL COMERCIAL**

Rescates anticipados	No contempla rescates anticipados.
<i>Underwriting</i>	No contempla contratos de <i>underwriting</i> .
Estructurador financiero	Orion Casa de Valores S.A.
Agente colocador	Orion Casa de Valores S.A.
Agente pagador	Depósito Centralizado de compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Representantes de obligacionistas	Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A.
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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.</li> <li>■ 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.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</li> </ul>
Compromisos adicionales	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Limitar la distribución de dividendos a 50% de los resultados acumulados durante la vigencia de la emisión</li> </ul>
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Que la relación deuda financiera sobre activos totales de la compañía no podrá superar 70% durante la vigencia de la emisión.</li> </ul>

Fuente: Circular de Oferta Pública

**MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN**

La presente emisión de obligaciones está respaldada por Garantía General, lo que conlleva a analizar la estructura de los activos de la compañía. Al 31 de agosto de 2025, la compañía mantuvo un total de activos por USD 32,85 millones, de los cuales USD 14,73 millones son activos menos deducciones, evidenciando que el monto máximo de emisión es de USD 11,79 millones, suficiente para cubrir el presente programa de papel comercial.

El proceso para determinar el monto máximo de la emisión es: "Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir."

<b>MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (AGOSTO 2025)</b>	<b>MONTO (USD)</b>
<b>Activo Total</b>	<b>32.847.551</b>
(-) Activos diferidos o impuestos diferidos	5.821.369
(-) Activos gravados	10.922.904
(-) Activos en litigio	1.370.324
(-) Monto de las impugnaciones tributarias	14.732.955
(-) Derechos fiduciarios que garanticen obligaciones propias o de terceros	11.786.364
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación y derechos fiduciarios compuestos de bienes gravados	
(-) Saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores	
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social	
(-) Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y estén vinculadas con el emisor	
<b>Total activos menos deducciones</b>	<b>14.732.955</b>
<b>80 % Activos menos deducciones</b>	<b>11.786.364</b>

Fuente: SURGALARE S.A.

Por otro lado, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización de flujos de fondos de bienes que se espera que existan, de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo de un mismo originador y/o emisor, además del monto en circulación como aceptante de facturas comerciales negociables, no podrá ser

superior al doscientos por ciento (200%) de su patrimonio. De excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran por lo menos en un ciento veinte por ciento (120%) el monto excedido”.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el valor de la Segunda Emisión de Obligaciones y los valores en circulación de SURGALARE S.A. representó 48,72% del 200% del patrimonio al 31 de agosto de 2025, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

200% PATRIMONIO (AGOSTO 2025)	MONTO (USD)
<b>Patrimonio</b>	<b>15.828.625</b>
200% Patrimonio	31.657.250
Aceptante de facturas comerciales	-
Saldo Titularización de Flujos en circulación	-
Primera Emisión de Obligaciones	501.000
Segunda Emisión de Obligaciones	7.421.904
Primer Programa de Papel Comercial	3.000.000
Segundo Programa de Papel Comercial (Nueva)	4.500.000
Total Emisiones	15.422.904
<b>Total Emisiones/200% Patrimonio</b>	<b>48,72%</b>

Fuente: SURGALARE S.A.

## PERFIL FINANCIERO

## PERFIL HISTÓRICO

El presente análisis fue realizado con base a los Estados Financieros de los años 2022, 2023 y 2024 auditados por Russell Bedford Ecuador S.A. Estos informes de auditoría no presentaron salvedades en su opinión. Adicionalmente se utilizaron estados financieros internos con corte agosto de 2024 y agosto de 2025.

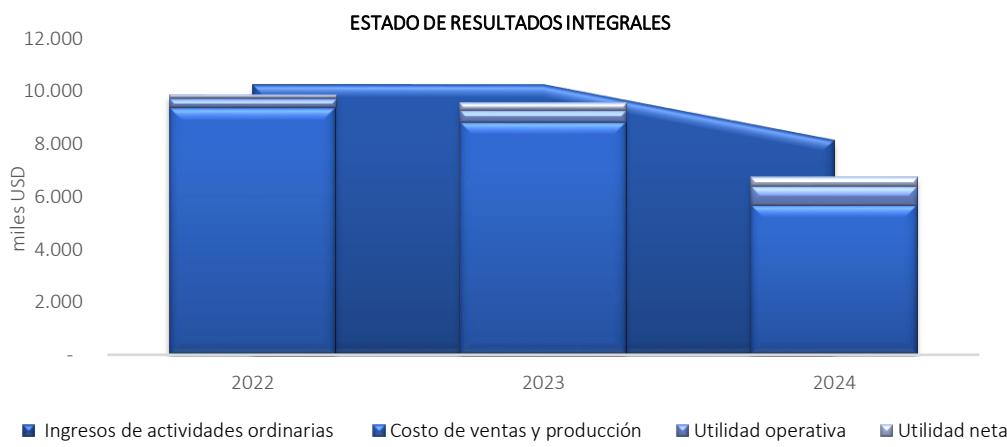
### EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y COSTOS

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. Los ingresos provienen principalmente del procesamiento de desperdicios y desechos metálicos y no metálicos, y de otros artículos para convertirlos en materias primas secundarias, normalmente mediante un proceso de transformación mecánica o química, separación y planificación de materiales recuperables de corrientes de desechos no peligrosos (basura); separación y planificación en categorías distintas de materiales recuperables mezclados como: cartón, papel, plástico, peet, botellas de plástico, chatarra, textil, madera, vidrios, desechos electrónicos; así como la transferencia de riesgos y beneficios a través de la factura entregada al cliente.

Las ventas registraron una variación anual marginal del -0,09%, cerrando el año 2023 con un monto de USD 10,22 millones, el mismo nivel observado en 2022. Este resultado está en línea con la estrategia de la empresa de fortalecer su presencia en el mercado local mediante la incorporación de nuevas líneas de producción y el aumento de la inversión en propiedad, planta y equipo, lo cual ha permitido mantener la capacidad productiva estable.

A diciembre de 2024, la compañía registró ventas por USD 8,11 millones, lo que representó una disminución del 20,58% en comparación con 2023. Esta reducción se debe a un cambio estratégico en el destino del material reciclado: durante 2023, el 100% de este insumo era vendido a terceros, mientras que, desde agosto de ese mismo año, la mayor parte comenzó a ser utilizada como materia prima en el molino de papel. Aunque esta decisión implicó una menor facturación, permitió una mejora en los márgenes brutos en 2024, al optimizar los costos de producción mediante una mayor integración vertical del proceso productivo.

Con corte a agosto de 2025, los ingresos registraron una disminución del 10,44%, originada principalmente por la caída en el precio de venta del material reciclado. Dado que el mercado de materia prima reciclada se comporta como un *commodity*, durante gran parte del año se evidenció una reducción aproximada de USD 60 por tonelada, lo que afectó los márgenes de rentabilidad, ya que este descenso no pudo ser trasladado a los proveedores. Sin embargo, durante el segundo trimestre de 2025, los precios comenzaron a recuperarse, alcanzando nuevamente los niveles observados en 2023, con un incremento equivalente de USD 60 por tonelada. Esta estabilización permitió normalizar el negocio del reciclado, optimizar los costos y gastos operativos, y mejorar los márgenes de contribución. Cabe destacar que una caída tan pronunciada en los precios del material reciclado no se registraba desde hace diez años, por lo que se considera un fenómeno atípico. Según las proyecciones de la compañía, el mercado mantendrá estabilidad en los precios durante los próximos cinco años, fortaleciendo la sostenibilidad de la operación.



**Fuente:** Estados financieros auditados 2022 – 2024

La compañía mantuvo concentradas sus ventas en promedio alrededor del 80% en la línea de reciclado hasta 2023, que se compone principalmente de papel *tissue* y papel higiénico. Esta composición cambió a 2024, siendo la línea más representativa conversión con alrededor del 75%. Con corte agosto 2025, el 80,03% de los ingresos provienen de la línea de conversión, seguido de 19,66% de reciclado, y la diferencia en otros.

El costo de ventas está determinado principalmente por costos de producción relacionados a transporte, sueldos, mantenimientos, suministros y materiales. Se debe considerar que parte del costo está ligado a la compra de material adquirido que se realiza con pago al contado, además que en ocasiones al no contar con materia prima nacional la empresa debe importar materia prima para la producción de bienes.

El comportamiento del costo de ventas durante el periodo respondió al crecimiento y estabilización de las operaciones de la empresa, por lo que tuvo una marcada tendencia a la baja y pasó a un 91,64% en 2022 a un 86,42% en 2023 y finalmente a 70,00% en 2024. Este comportamiento se ha conseguido mediante estrategias de mayor inversión en maquinaria y equipos para aumentar la producción, lo que permite llegar a economías de escala que resultan en una mayor optimización del costo de ventas. A la fecha de corte del presente informe el costo de ventas registró 66,21% sobre las ventas ligeramente superior al 65,88% registrado en agosto 2024, crecimiento atribuido al aumento del precio de la materia prima, debido a mayores importaciones de bobinas que serán sustituidas con la operación del segundo molino. No obstante, fue inferior a la participación del costo de ventas obtenido al cierre del año 2024.

La optimización del costo de ventas entre 2022 y 2024, junto con el nivel de ventas alcanzado en cada año, tienen como resultado un margen bruto creciente tanto en valor monetario como en participación sobre ingresos. En 2022 la utilidad bruta fue USD 854 mil con una representación de 8,36% de las ventas, incrementando en 2023 a USD 1,37 millones y una representación de 13,58% sobre las ventas. Finalmente, en 2024 estas cifras llegaron a su punto máximo, sumando USD 2,43 millones y con una participación de 30%. Este cambio responde a la estrategia de crecimiento planificada hace cinco años, que comenzó con la inversión en la línea de molino de papel. Con esta línea se producen bobinas de *tissue* propias, las cuales luego pasan a la línea de conversión para la fabricación de los rollos (producto terminado). Esto asegura la producción continua de la línea de conversión y contribuye a la reducción en el costo de la materia prima (bobinas), lo que, a su vez, genera un incremento importante en el margen bruto, a pesar de un nivel menor de ventas. A la fecha de corte del presente informe el margen se mantiene en el 34%.

Cabe destacar que la línea del molino utiliza como materia prima el reciclado, el cual se acopia en la línea de reciclado, que cuenta con más de 10 años de operación y alrededor de 400 puntos verdes en todo el país. De esta manera, se optimizaron significativamente los costos y se incrementó el margen bruto.

#### GESTIÓN OPERATIVA: GASTOS Y RESULTADOS

Coherente con la expansión de las actividades en los últimos años, la estructura de gastos operativos también ha registrado un crecimiento sostenido. Los gastos más representativos continúan siendo sueldos y beneficios sociales, transporte, honorarios y servicios profesionales, alquiler y mantenimiento. En 2022, los gastos de administración y ventas ascendieron a USD 508 mil, con una participación del 4,97% sobre los ingresos. En 2023, estos gastos aumentaron a USD 947 mil, representando el 9,27% de los ingresos, impulsados por mayores desembolsos en los cinco rubros mencionados. Para 2024, el gasto operativo total alcanzó USD 1,70 millones, lo

que representó el 21,01% de los ingresos, reflejando una intensificación de la estructura operativa en apoyo al crecimiento y consolidación de las actividades de la compañía.

A pesar del incremento en términos monetarios de los gastos operativos, el crecimiento de la utilidad bruta entre 2022 y 2024 ha permitido que la utilidad operativa mantuviera una tendencia al alza, pasando de USD 347 mil en 2022 a USD 729 mil en 2024. Este aumento fue consistente tanto en valor absoluto como en participación sobre los ingresos, reflejando una mejora en la eficiencia operativa de la compañía. Este comportamiento es coherente con la optimización del costo de ventas, derivada de la mejora en los procesos productivos y de la inversión en maquinaria, que permitió un crecimiento en la escala de producción.

Un comportamiento similar se observa en el período interanual a agosto de 2025. Los gastos de administración y ventas totalizaron USD 788 mil, lo que representa una disminución del 31,87% respecto a agosto de 2024, principalmente por la reducción de costos de arrendamiento y servicios de seguridad, debido a que las nuevas instalaciones son propias y se optimizó el uso de los espacios. En términos relativos, se evidencia una mayor eficiencia operativa, al reducir su participación sobre las ventas al 15,11% (frente al 19,86% registrado en agosto de 2024). Esta optimización permitió alcanzar una utilidad operativa positiva de USD 974 mil a agosto de 2025, superior a la obtenida en el mismo período del año anterior.

A pesar de un aumento de los niveles de deuda entre 2022 y 2023, los gastos financieros se reducen en aproximadamente USD 77 mil, lo que responde a la estrategia de reemplazo de deuda con IFIS con costos altos por financiamiento con mejores condiciones que se ha trabajado desde 2023 tanto con la banca como en Mercado de Valores, incluyendo la Primera Emisión de Obligaciones y el Primer Programa de Papel Comercial. Este comportamiento cambió al cierre 2024, cuando los gastos financieros fueron de USD 535 mil, un valor superior al registrado en 2023 que fue de USD 160 mil, coherente con el crecimiento de la deuda financiera incluido Mercado de Valores para financiar el crecimiento de la planta productiva. Consecuentemente, la generación de EBITDA se mantuvo creciente, también impulsada por los niveles de utilidad operativa y mayores gastos por depreciación. En 2022 presentó una cobertura sobre gastos financieros de 1,55, que pasó a 3,29 en 2023 y a 1,60 veces en 2024, un indicador que se considera más que adecuado. A agosto de 2025, el EBITDA cubre en 4,00 veces los gastos financieros.

Adicionalmente, SURGALARE S.A. obtuvo ingresos no operacionales crecientes que, a diciembre 2024 incluyen principalmente ingresos por reembolsos de gastos, así como otros egresos por reembolsos. Con corte agosto 2025 este rubro registró un valor de USD 29 mil.

En línea con el nivel de ventas que se ha mantenido superior a USD 10 millones en 2022 y 2023, así como la optimización del costo de ventas que llevó a una utilidad operativa creciente, la utilidad neta también presentó una tendencia al alza, registrando valores de USD 140 mil en 2022 y de USD 341 mil en 2024. Estas cifras reflejan un ROE promedio de 3% en los últimos tres años.

A agosto de 2025, la utilidad antes de participación a trabajadores e impuesto a la renta evidenció resultados superiores a los mantenidos en agosto de 2024 alcanzando USD 725 mil, crecimiento que se debió principalmente a la optimización de gastos operativos y a la estabilidad de los costos coherente con la expansión que ha registrado la compañía en maquinaria y equipo que ha permitido mayor eficiencia.

## CALIDAD DE ACTIVOS

En cuanto al comportamiento de los activos, la compañía presentó una tendencia creciente año tras año, lo que es coherente en una empresa que está en proceso de crecimiento mediante inversiones que permiten expandir la capacidad productiva. En concreto, el activo de la empresa creció 141,63% entre 2022 y 2024, a pasar de USD 13,06 millones a USD 31,43 millones. A agosto de 2025, el activo suma USD 32,85 millones.

Dado el giro de negocio de la compañía, el grueso de los activos se concentra en cuentas por cobrar no relacionadas, propiedad, planta y equipo (incluyendo terrenos, construcciones en curso y depreciación acumulada), inventarios, y activos por impuestos corrientes. A diciembre 2024 un 90,94% (86,71% a agosto 2025) de los activos totales se concentró en estas cuentas. Hasta 2022, el activo se concentraba en la porción corriente con el 61%, pero en 2023 el incremento de inversiones en el activo fijo causó que la porción no corriente pase a ser la más representativa con un 56,88% de participación, situación que se incrementó a 2024 con 66,50% (68,71% a agosto 2025).

A pesar de una mayor participación de los activos no corrientes en el último año, el índice de liquidez se mantuvo 0,99 muy cercano a la unidad durante todo el período analizado, favorecido por las políticas de cobro las cuales

establecen que el periodo de vencimiento no será superior a 60 días. A agosto 2025, el índice de liquidez fue de 1,85 veces.



Durante el periodo histórico, las cuentas por cobrar estuvieron mayoritariamente concentradas en clientes no relacionados y se mantuvieron exclusivamente en el corto plazo. Estas presentaron una disminución desde USD 2,68 millones en 2022 hasta USD 2,13 millones en 2023, reflejando una mejora en los plazos de recuperación, ya que los días de cobro se redujeron de 94 a 75 días. Esta eficiencia en la gestión de cobranza tuvo un efecto positivo en los flujos de efectivo de la compañía.

Sin embargo, al cierre de diciembre de 2024, las cuentas por cobrar aumentaron en un 104,48%, alcanzando los USD 4,36 millones. Este incremento estuvo acompañado por un alargamiento en los días de cobro, que se elevaron a 194 días. Este comportamiento se explica principalmente por la incorporación del negocio de papel higiénico durante el ejercicio 2024. A diferencia del 2023, cuando la compañía operaba únicamente en el segmento de reciclado, en 2024 se adiciona una nueva unidad de negocio con diferente dinámica comercial y de facturación, lo cual amplió la base de clientes y generó una mayor cartera, especialmente en términos de plazos de crédito otorgados. Esto, si bien incrementó el nivel de cuentas por cobrar, responde a una estrategia de expansión comercial y posicionamiento en un nuevo mercado.

Las cuentas por cobrar a clientes representan las ventas a crédito con vencimientos promedio hasta 30 días y no generan intereses.

Las cuentas por cobrar a partes relacionadas registraron un incremento entre 2022 y 2023, al pasar de USD 362 mil a USD 1,60 millones, compuestas principalmente por Giece S.A., Paperplace S.A.S. y Transport World, entre otras de menor participación. Es importante mencionar que Giece S.A. mantuvo la condición de parte relacionada hasta junio de 2023; sin embargo, se continúa considerando dentro de este rubro hasta la cancelación total de la cuenta por cobrar. A agosto de 2025, el saldo de cuentas por cobrar a relacionadas ascendió a USD 2,21 millones, conformado principalmente por Paperplace S.A.S.

La antigüedad de cartera evidenció una recuperación entre 2023 y 2024, al pasar la cartera por vencer del 37,32% al 74,98%, reflejando una mejora significativa en la calidad del portafolio y en la gestión de cobranzas. Este resultado sugiere una mayor capacidad de recuperación y un control más eficiente del riesgo crediticio, aunque será importante mantener esta tendencia para consolidar la sostenibilidad de la cartera en los siguientes períodos.

ANTIGÜEDAD CARTERA	2022 USD	PARTICIPACIÓN	2023 USD	PARTICIPACIÓN	2024 USD	PARTICIPACIÓN
Por vencer	1.734.398	64,77%	796.572	37,32%	3.272.095	74,98%
Vencido	943.176	35,23%	1.337.621	62,68%	1.091.933	25,02%
1 a 60 días	883.120	32,98%	1.256.456	58,87%	1.017.159	23,31%
61 a 120 días	52.939	2%	79.165	4%	74.774	2%
121 a 180 días	7.116	0%	2.000	0%		
Más de 180 días						
<b>Total</b>	<b>2.677.574</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.134.193</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.364.028</b>	<b>100,00%</b>

**Fuente:** SURGALARE S.A

A agosto de 2025, la cartera comercial asciende a USD 2,33 millones, equivalente al 7,09% del activo total, y refleja un período promedio de cobro de 107 días. La reducción en los días de rotación de cartera obedece a la

implementación de nuevas estrategias de cobranza, así como al cruce de saldos entre cuentas por cobrar y cuentas por pagar con proveedores que, a su vez, mantienen la condición de clientes.

ANTIGÜEDAD CARTERA	AGOSTO 2024 USD	PARTICIPACIÓN	AGOSTO 2025 USD	PARTICIPACIÓN
Por vencer	2.375.346	69,26%	1.568.082	67,65%
Vencido	1.054.136	30,74%	749.954	32,35%
1 a 60 días	944.681	27,55%	599.623	25,87%
61 a 120 días	109.455	3%	109.455	4,72%
121 a 180 días			40.876	1,76%
Más de 180 días				
<b>Total</b>	<b>3.429.482</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.318.036</b>	<b>100,00%</b>
(-) Cuentas Incobrables	(11.716)		(11.716)	
<b>Total</b>	<b>3.441.198</b>		<b>2.329.751</b>	

Fuente: SURGALARE S.A.

En cuanto a la calidad de la cartera, se observa una recuperación entre agosto de 2024 y agosto de 2025, impulsada por la disminución de cuentas antiguas asociadas a compañías que en su momento mantenían vínculos con la Compañía. Para ello, se celebraron convenios que permitieron dar de baja contablemente dichas cuentas. Cabe destacar que SURGALARE S.A. cuenta con un seguro de crédito que cubre la totalidad de sus cuentas por cobrar comerciales, lo cual ha contribuido significativamente a la mejora observada.

A agosto de 2025, SURGALARE S.A. mantiene una adecuada diversificación de sus clientes, reflejada en un índice de Herfindahl de 172 puntos, lo que evidencia una baja concentración. Entre sus principales clientes se encuentran reconocidas empresas del país, como Productos Familia Sancela del Ecuador S.A., Industrial Papelera Ecuatoriana S.A Inpaecsa, Fábrica de Papel Higiénico del Valle Favalle Cía.

La Compañía aplica políticas orientadas a brindar un servicio eficiente, mediante planes y acciones estratégicas que permiten conservar una base de clientes sólida y alineada con los objetivos de la organización. Entre dichas políticas se destacan:

- Todo cliente nuevo inicia la relación comercial al contado y debe cancelar 100% del pedido solicitado. Una vez confirmado el pago se aprobará producción y despacho.
- El ejecutivo comercial debe ser responsable de informar al departamento de crédito y cobranzas la cancelación de las ventas al contado para proceder a aprobar los pedidos respectivos.
- **Tiempo:** El tiempo mínimo para que el cliente solicite días crédito es de 6 meses de relación comercial, posterior a ello se realizará un análisis y evaluación y de acuerdo con su historial crediticio y demás parámetros, se concederá de 8 a 15 días de crédito con cheque post fechado al vencimiento.
- De acuerdo con el comportamiento crediticio del cliente y de acuerdo con sus necesidades y volumen de compra, el cliente puede solicitar ampliación de días de crédito. Los días de crédito que pueden ser aprobado son: 21, 30 y 45 días. Las formas de pagos son: mediante cheque o transferencias bancarias.
- **Crédito inicial:** Es el monto máximo otorgado para los nuevos clientes y que es el resultado de la evaluación crediticia. Los documentos necesarios para todo cliente nuevo son los siguientes: RUC, copia de cédula y certificado de votación del representante legal de la Cía. o persona natural, 2 referencias bancarias, solicitud de crédito, balances de la compañía (formulario 101, los dos últimos años).
- La capacidad de pagos y capital de un cliente que solicite días de crédito son evaluados utilizando los siguientes índices financieros: razón de circulante, prueba del ácido o razón de solvencia inmediata, rotación de cuentas por cobrar y periodo medio de cobros, periodo medio de pago antigüedad de las cuentas por pagar, rotación de inventarios, margen de utilidad neta operativa.
- El cliente será evaluado por mediante el buró de crédito y ratios financieros.
- Los pedidos de producción y despacho son aprobados por el departamento de Crédito y Cobranzas. Si el cliente se encuentra vencido; Crédito y Cobranzas gestionará el pago del pedido solicitado más un abono considerable a la cuenta, con el objetivo de no incrementar la cartera total, disminuir el vencido y refrescar los días de antigüedad.
- Descuentos por pronto pago: Es un porcentaje de descuento en caso de que el cliente pague anticipadamente.

- El límite máximo de vencimiento es 60 días.
- En caso de que el cliente no llegue a un compromiso de pagos, será enviado al área legal, quien se encargará de hacer la cobranza extrajudicial y judicial.
- Toda información solicitada por el cliente relacionado con la actividad comercial debe de ser proporcionada por el ejecutivo de ventas.

Las políticas de crédito y cobranza establecen los lineamientos que permitirán al área comercial y al departamento de crédito y cobranza negociar con sus clientes con la finalidad de mantener una cartera sana y confiable.

Los inventarios están compuestos principalmente por materia prima, como bobinas para la elaboración de papel higiénico, limpiones y servilletas, así como por productos terminados que incluyen pacas embaladas de papel bond impreso, dúplex, polyboard, papel periódico, tetrapack y papel químico. Estos se almacenan en las bodegas de Quito y Guayaquil.

Entre 2022 y 2023, los inventarios mostraron una tendencia creciente, impulsada por mayores niveles de ventas y producción, al pasar de USD 1,02 millones a USD 1,33 millones. Al cierre de 2024, debido a una mayor utilización de inventario para el molino y a una rotación más eficiente por la disminución de importaciones y la fabricación local de bobinas, los inventarios se redujeron a USD 698 mil. Para agosto de 2025, se ubicaron en USD 1,16 millones.

En cuanto a la rotación de inventarios, los días de existencia aumentaron inicialmente de 39 días en 2022 a 54 días en 2023. Posteriormente, se evidenció una mejora en la eficiencia con 44 días en 2024; sin embargo, a agosto de 2025 los días de inventario se incrementaron nuevamente a 80. Este crecimiento se debió al aumento de las líneas de producto terminado y al inicio de las importaciones de materia prima (bobinas de PH) destinadas a la sustitución del segundo molino. Una vez que el segundo molino papelero entró en operación, se prevé reemplazar dichas importaciones, lo que permitirá reducir los días de rotación de inventario.

La propiedad, planta y equipo de SURGALARE S.A. ha mostrado una evolución significativa en los últimos años, en concordancia con su estrategia de fortalecimiento operativo e inversión en activos productivos. En 2022, este rubro ascendía a USD 501 mil. En los años posteriores se incorporaron nuevas maquinarias, equipos y vehículos, además de efectuarse revalúos sobre activos existentes, lo que permitió ampliar la capacidad instalada de la compañía. En 2024, el valor de este rubro alcanzó USD 6,86 millones y, a agosto de 2025, se ubicó en USD 6,94 millones. El incremento obedece a la incorporación de nuevas máquinas e infraestructuras que ya se encuentran operativas al 100%, por lo que su depreciación comenzó conforme entraron en funcionamiento.

En cuanto a las construcciones en curso, estas iniciaron en 2023 con inversiones relevantes orientadas al crecimiento industrial de la Compañía. Durante ese año, se ejecutaron desembolsos por un total de USD 3,74 millones, destinados a la construcción de un galpón industrial y a la adquisición de activos estratégicos como el molino de tissue y una línea automática para rollos pequeños. En 2024, el monto acumulado en construcciones en curso aumentó a USD 7,83 millones, impulsado por el avance de proyectos clave: la instalación del molino, la edificación de una nueva nave para la línea de conversión, el centro de acopio en Durán y oficinas administrativas. También se realizaron adecuaciones en el centro de acopio ubicado en Quito.

En junio de 2024 se finalizó el montaje de una nueva línea de conversión de rollos importada desde China, la cual entró en operación. Además, se contempla el traslado de maquinaria desde las bodegas arrendadas en Fabrilana, lo que permitirá descontinuar el uso de dichas instalaciones.

Para agosto de 2025, el valor total de las construcciones en curso alcanzó los USD 9,56 millones, consolidando el proceso de expansión de infraestructura productiva en la compañía y empezando el nuevo proyecto de construcción del segundo molino de conversión que permitirá mayor eficiencia productiva y disminuir la importación de bobinas de papel.

De igual manera, en 2023 se adquirió un terreno ubicado en la lotización Las Ferias, cantón Durán, por un valor de USD 400 mil, mediante escritura de compraventa celebrada el 21 de junio de 2023, la cual incluyó la constitución de hipoteca abierta y la prohibición voluntaria de enajenar y gravar. Adicionalmente, se registró un reavalúo por USD 313 mil, lo que llevó el valor total de los terrenos a USD 5,24 millones al cierre de 2023. Para 2024, el terreno registró un valor de USD 6,39 millones, monto que se mantiene vigente a agosto de 2025.

Con fecha diciembre 31 del 2023, la Compañía reconoció un total de USD 998.525 en activo y otros resultados integrales cuenta patrimonial, el superávit por revaluación de una maquinaria para fabricar papel *tissue*. Para

determinar su valor razonable, se contrató los servicios de un perito calificado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (SCVS). El avalúo se efectuó en base a normas internacionales de valoración y fue determinado con base a un enfoque de mercado comparable que refleja los precios de transacciones para propiedades y equipos similares. Durante 2024 se realizó un nuevo reavalúo, cuyo valor ascendió a USD 3.796.377, distribuidos en USD 1,14 millones por terrenos y USD 2,65 millones por instalaciones.

Considerando el crecimiento importante de activos y los resultados de la empresa en el periodo, el ROA ha mantenido estable en un promedio de 1%.

#### ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

El análisis de la estructura de financiamiento de SURGALARE S.A. evidencia que la Compañía sustenta sus operaciones principalmente a través de créditos de proveedores, financiamiento con instituciones financieras y la participación en el Mercado de Valores.

El pasivo total mostró una tendencia creciente entre 2022 y 2024, impulsada por un mayor volumen de deuda con costo financiero. En 2022, el pasivo ascendía a USD 8,26 millones; en 2023 se incrementó a USD 14,87 millones; en 2024 alcanzó los USD 20,88 millones; y en 2024 llegó a USD 20,89 millones. El endeudamiento registrado ha estado orientado, principalmente, a la adquisición de activos productivos (propiedad, planta y equipo) y al fortalecimiento del capital de trabajo, en línea con su estrategia de expansión operativa. Con corte agosto 2025, se observó una disminución de los pasivos alcanzando USD 17,02 millones, impulsada por la cancelación de pasivos con proveedores de largo plazo, cuentas por pagar relacionadas de largo plazo y pasivos por impuestos corrientes.

Se observa una evolución progresiva en la composición del pasivo, con una mayor participación del financiamiento de largo plazo y una reducción de la dependencia de obligaciones de corto plazo. La proporción de pasivo corriente sobre el total disminuyó de 92,23% en 2022 a 71,61% en 2023, 51,20% en 2024 y 32,63% en agosto de 2025. Esta dinámica refleja una estrategia de reestructuración financiera orientada a plazos más largos, lo que ha contribuido a liberar presión sobre los flujos de caja

Una de las principales fuentes de financiamiento de SURGALARE S.A. han sido los proveedores, que representaron el 21,69% del pasivo total al cierre de 2024. Este rubro corresponde a facturas de terceros por la compra de bienes y la contratación de servicios utilizados en el giro normal del negocio. Estas obligaciones no devengan intereses y tienen vencimientos de hasta 90 días. Durante el año 2024, las cuentas por pagar a proveedores se reestructuraron a largo plazo producto de negociaciones exitosas. A agosto de 2025, las cuentas por pagar a proveedores —considerando tanto corto como largo plazo— registraron apenas un valor de USD 159 mil, mientras que las cuentas por pagar a partes relacionadas ascendieron a USD 362 millones, presentando una importante reducción con relación con los niveles observados en 2024.

Los principales proveedores de SURGALARE S.A. corresponden a su propio molino, así como a Grafimpac S.A., Artes Gráficas Senefelder C.A., Poligráfica C.A., Fesaecuador S.A., entre otros. En conjunto, los siete mayores proveedores representaron el 52,13% del total de toneladas metricas. El cálculo del índice de Herfindahl para estos principales proveedores arrojó un valor de 351 puntos, lo que evidencia una baja concentración y limitada dependencia de proveedores específicos.

En relación con el comportamiento de los días de pago, se observa una tendencia fluctuante a lo largo del periodo analizado. En 2022, los días de pago se ubicaron en 168, disminuyeron a 138 en 2023, y posteriormente aumentaron significativamente a 287 días en 2024, este crecimiento se produjo por mejores negociaciones con un proveedor de bobinas. Estos niveles han sido consistentemente superiores a los días de cobro, lo cual resulta favorable para los flujos de caja de la Compañía. Este diferencial evidencia su capacidad de apalancamiento operativo, aprovechando el financiamiento espontáneo otorgado por sus proveedores. En términos financieros, esta estrategia permite sostener el crecimiento operativo sin requerir un incremento proporcional en el capital de trabajo. Con corte agosto 205, se produjo una importante reducción en la rotación de proveedores registrando 17 días y siendo inferior a los días de cobro, por lo que fue necesario un mayor flujo de financiamiento.



Fuente: Estados financieros auditados 2022 – 2024 y Estados Financieros internos agosto 2024 y agosto 2025

A pesar del incremento en cartera e inventarios, el incremento en mayor proporción de las cuentas por pagar permitió a SURGALARE S.A. mantener un flujo de actividades de operación positivo en 2022, que permitió una disminución importante de la deuda a pesar de las inversiones realizadas, considerando que con anterioridad la deuda se componía principalmente por facturas comerciales negociables. En 2022 se incurre por primera vez en deuda a largo plazo por USD 148 mil, sin embargo, el pago de las Facturas Comerciales llevó a una disminución total de la deuda.

En 2023, los altos niveles de cartera e inventario generaron un flujo de efectivo operativo negativo. Adicionalmente, en línea con el ambicioso plan de inversión para expandir la capacidad productiva de la compañía, se recurrió a un mayor financiamiento externo, lo que resultó en un flujo de financiamiento positivo y un incremento de la deuda hasta alcanzar los USD 4,80 millones.

Cabe destacar que la estructura de financiamiento evolucionó y se diversificó más allá del uso tradicional de facturas comerciales, incorporando operaciones de mayor escala con la banca privada, así como la colocación de la Primera Emisión de Obligaciones y del Primer Programa de Papel Comercial en el Mercado de Valores. Los recursos captados se destinaron a la construcción de una nave industrial, la adquisición de maquinaria — incluyendo un molino de tissue y una línea automática de rollos pequeños — y al capital de trabajo.

En 2024, el crecimiento de las cuentas por cobrar ocasionó un flujo operativo negativo, mientras que la ejecución del plan de inversión en activos fijos derivó en un flujo de inversión también negativo. Estas salidas fueron cubiertas con nuevo financiamiento, en línea con la estrategia de expansión que proyecta una recuperación progresiva de los flujos conforme se consoliden los ingresos asociados al aumento de capacidad instalada.

DEUDA NETA (MILES USD)	2022	2023	2024	AGOSTO	AGOSTO
				REAL	2024
Obligaciones con entidades financieras CP	0	804	1.973	320	1.388
Obligaciones emitidas CP	-	1.000	4.251	2.014	3.273
Préstamos con terceros CP	181	723	722	-	-
Obligaciones con entidades financieras LP	148	1.018	3.663	4.853	3.656
Obligaciones emitidas LP	-	1.251	-	2.474	7.643
Préstamos con terceros LP	-	-	-	-	-
<b>Subtotal deuda</b>	<b>329</b>	<b>4.795</b>	<b>10.608</b>	<b>9.661</b>	<b>15.960</b>

Fuente: Esta Estados financieros auditados 2022 – 2024 y Estados Financieros internos agosto 2024 y agosto 2025

A agosto de 2025 la deuda incrementó registrando USD 15,96 millones, concentrada principalmente en las obligaciones en el Mercado de Valores. Además, en 2024 se colocó parte de los valores del Primer Programa de Papel Comercial y durante el año el 2025, la Segunda Emisión de obligaciones, aumentando las fuentes de financiamiento de la compañía. La deuda con entidades financieras se compone por bancos e instituciones financieras locales, con vencimientos hasta el año 2031 y una tasa de interés promedio ponderada de 11,63%.

Por otra parte, el patrimonio neto de la empresa mantuvo una tendencia al alza, aumentando significativamente al pasar de USD 4,79 millones en 2022 a USD 10,54 millones en 2024 favorecido principalmente por el superávit por revaluación que contempla la revalorización de terrenos agrícolas categorizándolos como industriales elevando su precio por metro cuadrado, la revalorización de instalaciones y por un aumento en el capital suscrito en 2023. A agosto de 2025, el patrimonio suma USD 15,83 millones, cifra impulsada por las ganancias acumuladas, aportes a futuras capitalizaciones, las revalorizaciones mencionadas y el resultado del ejercicio.

El incremento en el patrimonio llevó a que el apalancamiento sea estable en el periodo, llegando a un valor de 1,98 veces en 2024 a pesar del incremento de la deuda financiera, hubo una reducción de los proveedores. A agosto de 2025, por lo que el apalancamiento disminuyó a 1,08 veces.

## PROYECCIONES

### PROYECCIONES GLOBALRATINGS

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.

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, para lo que es necesario invertir en maquinaria y ampliar el portafolio de clientes.

- Ingresos por ventas: Gracias a la inversión en el nuevo molino de papel y la línea de conversión automática de rollos pequeños, la empresa incrementará su producción en la línea de producto terminado. La ampliación de la línea se dio como respuesta a una creciente demanda y optimización de los canales comerciales, lo que representará un ingreso adicional.
- Margen bruto: Al ser este incremento en producción fruto de la implementación de la nueva línea de producto terminado, el costo de ventas del producto podría disminuir, tomando en cuenta que la empresa solo tendrá que comprar material reciclado en bruto para internamente procesarlo. Si bien la ampliación de la línea de producción implicó incrementos en los gastos de mano de obra directa y otros costos de fabricación, el ahorro en la compra de insumos generaría una disminución de los costos de venta totales, mejorando aún más el margen bruto.
- Margen neto: Gracias a lo mencionado anteriormente, la empresa estima incrementar significativamente su margen neto entre 2025 y 2028.

En este sentido, las proyecciones de ventas contemplan un crecimiento del 10% al cierre de 2025, impulsado por la nueva línea de papel higiénico La Madrina, que ha alcanzado una mayor participación en el mercado, y considerando además el incremento en el precio de venta del papel reciclado. Para el período 2026–2028, se estima un aumento del 20% en los ingresos operacionales, sustentado en la entrada en producción de las inversiones realizadas en maquinaria y en la puesta en marcha del nuevo molino, que permitirá ampliar la capacidad productiva. Estas proyecciones se apoyan en los contratos actualmente firmados y en otros en proceso de negociación con importantes cadenas retail del país. Cabe mencionar que dichas proyecciones son de carácter conservador, considerando la favorable perspectiva de crecimiento del emisor, que podría arrojar resultados superiores; sin embargo, la calificadora ha aplicado un mayor nivel de estrés con el fin de evaluar su capacidad de respuesta ante escenarios adversos.

El costo de ventas relacionado con la obtención de materia prima se proyecta a la baja en todo el periodo 2025–2028. Esto ocurriría debido al uso de material reciclado como materia prima para el molino de papel, lo que a su vez generaría mayores márgenes. Se estima que el costo de ventas alcance un 70% en 2025, evidenciando una optimización hacia 68% en 2028.

Estas consideraciones llevarían a un margen bruto creciente entre 2025 y 2028, efecto del aumento en las ventas y optimización del costo, lo que podría resultar conservador considerando que las condiciones de la infraestructura mejorarían y se podría contar con mayor material para cubrir las solicitudes de los clientes.

Los gastos de administración y de ventas incrementarían en función del comportamiento de ventas, a la necesidad de mayor mercadeo de los productos y al crecimiento de la compañía en años futuros. Estos podrían variar según las estrategias adoptadas por la compañía, aunque se espera que representen en promedio 15,00% de los ingresos.

El comportamiento antes detallado lleva a que la utilidad operativa se proyecte positiva y creciente en los próximos tres años. Los gastos financieros seguirían proviniendo del financiamiento con nuevos préstamos con entidades financieras y Mercado de Valores. Considerando la colocación de la Segunda Emisión de Obligaciones y el Segundo

Programa de Papel comercial, la deuda llegaría a su máximo en 2025, e iría decreciendo de año a año. A pesar de estos incrementos, el crecimiento de la empresa y la optimización del costo permitirían que la utilidad neta en el periodo 2025-2028 sea creciente y reflejando un ROE promedio de 3,79%.

Al cierre de 2025, se prevé que los activos alcancen aproximadamente USD 32 millones. La propiedad, planta y equipo mantendría una tendencia creciente hasta 2028, en línea con los planes de inversión en maquinaria destinados a disponer de espacios adecuados para incrementar la producción. Posteriormente, se proyecta una ligera disminución asociada al aumento de la depreciación acumulada. En concreto, se espera que las construcciones en curso se incorporen gradualmente al rubro de propiedad, planta y equipo a lo largo de los próximos años, incrementando el valor del activo fijo de la compañía. Las inversiones previstas se mantendrían consistentes con la estrategia de expansión y fortalecimiento de la capacidad productiva en el mediano plazo.

En coherencia con el comportamiento de las cuentas por cobrar observado hasta agosto de 2025, producto de las estrategias de recuperación implementadas y la incorporación de nuevos clientes del canal *retail* con buen historial crediticio, se proyecta una tendencia decreciente en los días de cobro, que pasarían de 105 días en 2025 a 75 días en 2028. En cuanto a los inventarios, estos alcanzarán su punto más alto en 82 días en 2025, debido a la importación de bobinas de papel destinada a ampliar la participación de mercado, para luego registrar una disminución hacia 2028, como resultado del reemplazo de dichas importaciones por materia prima proveniente del nuevo molino, lo que permitirá una mejor planificación y eficiencia en la rotación de inventarios. Las cuentas por pagar a proveedores se estiman con una rotación promedio de 20 días. Consecuentemente, en 2025 se prevé un incremento de la deuda con costo, tanto con entidades financieras como en el Mercado de Valores, alcanzando aproximadamente USD 15,20 millones; a partir de entonces, se espera una disminución progresiva producto de la amortización de obligaciones y de un menor requerimiento de inversiones.

El flujo operativo se proyecta negativo en 2025, en línea con la reducción de cuentas por pagar a proveedores observada hasta agosto de ese año y con el incremento en los niveles de inventario, resultado de la estrategia orientada a lograr una mayor participación de mercado. A partir de 2026, se estiman flujos operativos positivos, que permitirían la reducción gradual de la deuda con costo y fortalecerían la capacidad de la compañía para sostener su expansión con recursos propios.

Cualquier inversión adicional a la contemplada en las proyecciones, ya sea en propiedad planta y equipo, inventarios o aumento de cartera, requeriría de una fuente de financiamiento adicional, lo que podría impulsar al alza los niveles de endeudamiento por encima de los proyectados.

La cobertura del EBITDA, beneficiada por los niveles de utilidad operativa, permitiría una cobertura sobre los gastos financieros que se prevé que se mantendría en niveles adecuados durante el periodo proyectado, y que fluctuaría 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 2025-2028 a través de las ganancias acumuladas y el aporte para futuras capitalizaciones, que permitiría mantener niveles de apalancamiento adecuados y estables.

Por efecto de las premisas señaladas los índices proyectados para SURGALARE S.A. conforman un escenario conservado. El aumento en ingresos generaría resultados consistentemente positivos, un EBITDA apropiado con una cobertura adecuada sobre los gastos financieros, una deuda neta controlada y con una tendencia a la baja y flujos operativos positivos a partir del año 2026, que permitiría la cancelación de la deuda con costo.

Es opinión de GLOBAL RATINGS 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.

## CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN

### AAA (-)

*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 en forma significativa 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.*

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 y del respectivo Contrato Privado de Emisión y de más documentos habilitantes.

El informe del Segundo Programa de Papel Comercial de SURGALARE 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

## ANEXOS

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (MILES USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025		
	REAL			PROYECTADO							
<b>ACTIVO</b>	<b>13.061</b>	<b>19.013</b>	<b>31.429</b>	<b>32.767</b>	<b>32.920</b>	<b>33.060</b>	<b>33.864</b>	<b>23.950</b>	<b>32.848</b>		
<b>Activo corriente</b>	<b>7.968</b>	<b>8.199</b>	<b>10.528</b>	<b>10.142</b>	<b>10.512</b>	<b>10.834</b>	<b>11.623</b>	<b>9.951</b>	<b>10.276</b>		
Efectivo y equivalentes al efectivo	129	701	118	150	316	498	423	337	1.096		
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	2.678	2.134	4.364	2.602	2.676	2.676	3.211	3.441	2.330		
Documentos y cuentas por cobrar clientes relacionados CP	1.278	362	1.601	2.242	2.287	2.332	2.379	1.114	2.209		
Anticipos a proveedores	631	1.112	826	949	968	988	1.007	963	969		
Inventarios	1.023	1.334	698	1.422	1.436	1.456	1.721	1.385	1.158		
Activos por impuestos corrientes	2.075	2.218	2.696	2.561	2.612	2.664	2.664	2.621	2.452		
Otros activos corrientes	155	338	226	216	217	220	216	91	64		
<b>Activo no corriente</b>	<b>5.093</b>	<b>10.814</b>	<b>20.901</b>	<b>22.625</b>	<b>22.408</b>	<b>22.226</b>	<b>22.241</b>	<b>13.999</b>	<b>22.571</b>		
Propiedades, planta y equipo	501	1.823	6.856	7.541	7.918	8.314	8.480	2.118	6.941		
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(34)	(124)	(249)	(387)	(531)	(682)	(833)	(202)	(350)		
Terrenos	4.531	5.244	6.390	6.390	6.390	6.390	6.390	5.244	6.390		
Construcciones en curso	88	3.743	7.829	9.004	8.554	8.126	8.126	6.800	9.562		
Otros activos no corrientes	8	127	76	76	77	78	78	39	28		
<b>PASIVO</b>	<b>8.269</b>	<b>11.338</b>	<b>20.888</b>	<b>17.379</b>	<b>17.174</b>	<b>16.545</b>	<b>16.224</b>	<b>15.625</b>	<b>17.019</b>		
<b>Pasivo corriente</b>	<b>7.627</b>	<b>8.120</b>	<b>10.694</b>	<b>11.169</b>	<b>12.280</b>	<b>9.788</b>	<b>5.882</b>	<b>7.348</b>	<b>5.553</b>		
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	3.875	2.436	339	347	410	485	574	1.144	159		
Cuentas y documentos por pagar relacionadas CP	927	916	387	395	403	411	419	1.593	195		
Obligaciones con entidades financieras CP	0	804	1.973	1.831	2.631	1.800	3.240	320	1.388		
Obligaciones emitidas CP	-	1.000	4.251	7.394	7.610	5.842	380	2.014	3.273		
Pasivo por impuestos corrientes	1.886	1.856	2.176	653	666	679	693	1.948	303		
Provisiones por beneficios a empleados CP	62	176	316	284	290	296	296	237	235		
Otros pasivos corrientes	876	932	1.252	265	270	276	281	93	-		
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>643</b>	<b>3.218</b>	<b>10.194</b>	<b>6.209</b>	<b>4.893</b>	<b>6.757</b>	<b>10.342</b>	<b>8.277</b>	<b>11.466</b>		
Obligaciones con entidades financieras LP	148	1.018	3.663	1.831	2.933	6.133	10.093	4.853	3.656		
Obligaciones emitidas LP	-	1.251	-	4.144	1.721	380	-	2.474	7.643		
Cuentas y documentos por pagar relacionadas LP	-	-	2.340	234	239	243	248	227	166		
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas LP	495	950	4.191	-	-	-	-	722	-		
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>4.792</b>	<b>7.675</b>	<b>10.541</b>	<b>15.388</b>	<b>15.746</b>	<b>16.515</b>	<b>17.640</b>	<b>8.325</b>	<b>15.829</b>		
Capital suscrito o asignado	481	481	794	794	794	794	794	794	794		
Reserva legal	22	22	22	56	85	120	197	22	56		
Aportes para futuras capitalizaciones	-	1.585	-	4.562	4.562	4.562	4.562	1.271	4.562		
Ganancias o pérdidas acumuladas	98	238	538	845	1.102	1.424	2.116	538	845		
Ganancia o pérdida neta del periodo	140	300	341	285	358	769	1.125	650	725		
Otras cuentas patrimoniales	4.051	5.050	8.846	8.846	8.846	8.846	8.846	5.050	8.846		

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (MILES USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025		
	REAL			PROYECTADO							
Ingresos de actividades ordinarias	10.220	10.211	8.110	8.921	10.705	12.846	15.415	5.823	5.215		
Costo de ventas y producción	9.366	8.825	5.677	6.244	7.386	8.735	10.328	3.836	3.453		
<b>Margen bruto</b>	<b>854</b>	<b>1.386</b>	<b>2.433</b>	<b>2.676</b>	<b>3.318</b>	<b>4.111</b>	<b>5.087</b>	<b>1.987</b>	<b>1.762</b>		
(-) Gastos de operación	(508)	(947)	(1.704)	(1.338)	(1.606)	(1.927)	(2.312)	(1.156)	(788)		
<b>Utilidad operativa</b>	<b>347</b>	<b>439</b>	<b>729</b>	<b>1.338</b>	<b>1.713</b>	<b>2.184</b>	<b>2.775</b>	<b>831</b>	<b>974</b>		
(-) Gastos financieros	(238)	(160)	(535)	(998)	(1.301)	(1.157)	(1.226)	(177)	(278)		
Ingresos (gastos) no operacionales neto	111	197	357	107	150	180	216	(4)	29		
<b>Utilidad antes de participación e impuestos</b>	<b>220</b>	<b>476</b>	<b>550</b>	<b>447</b>	<b>562</b>	<b>1.207</b>	<b>1.764</b>	<b>650</b>	<b>725</b>		
(-) Participación trabajadores	(33)	(71)	(83)	(67)	(84)	(181)	(265)	-	-		
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>187</b>	<b>404</b>	<b>468</b>	<b>380</b>	<b>477</b>	<b>1.026</b>	<b>1.500</b>	<b>650</b>	<b>725</b>		
(-) Gasto por impuesto a la renta	(47)	(104)	(126)	(95)	(119)	(256)	(375)	-	-		
<b>Utilidad neta</b>	<b>140</b>	<b>300</b>	<b>341</b>	<b>285</b>	<b>358</b>	<b>769</b>	<b>1.125</b>	<b>650</b>	<b>725</b>		
EBITDA	368	528	859	1.475	1.857	2.335	2.926	914	1.110		

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (MILES USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025		
	REAL			PROYECTADO							
<b>Flujo Actividades de Operación</b>	<b>133</b>	<b>(132)</b>	<b>(299)</b>	<b>(5.164)</b>	<b>385</b>	<b>879</b>	<b>520</b>	<b>(299)</b>	<b>(4.706)</b>		
<b>Flujo Actividades de Inversión</b>	<b>(437)</b>	<b>(4.492)</b>	<b>(6.097)</b>	<b>(1.860)</b>	<b>73</b>	<b>32</b>	<b>(166)</b>	<b>(6.097)</b>	<b>(1.818)</b>		
<b>Flujo Actividades de Financiamiento</b>	<b>386</b>	<b>5.196</b>	<b>5.813</b>	<b>7.056</b>	<b>(292)</b>	<b>(728)</b>	<b>(428)</b>	<b>5.813</b>	<b>7.548</b>		
Saldo Inicial de Efectivo	-	83	701	118	150	316	498	701	73		
Flujo del período	83	572	(582)	31	166	182	(75)	(582)	1.024		
Saldo Final de efectivo	83	655	118	150	316	498	423	118	1.096		

ÍNDICES	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025
	REAL	PROYECTADO				INTERANUAL			
<b>MÁRGENES</b>									
Costo de Ventas / Ventas	92%	86%	70%	70%	69%	68%	67%	66%	66%
Margen Bruto/Ventas	8%	14%	30%	30%	31%	32%	33%	34%	34%
Utilidad Operativa / Ventas	3%	4%	9%	15%	16%	17%	18%	14%	19%
<b>LIQUIDEZ</b>									
Capital de trabajo (miles USD)	341	79	(166)	(1.027)	(1.769)	1.046	5.740	2.603	4.723
Prueba ácida	0,91	0,85	0,92	0,78	0,74	0,96	1,68	1,17	1,64
Índice de liquidez	1,04	1,01	0,98	0,91	0,86	1,11	1,98	1,35	1,85
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	133	(132)	(299)	(5.164)	385	879	520	(199)	(4.706)
<b>SOLVENCIA</b>									
Pasivo total / Activo total	63%	60%	66%	53%	52%	50%	48%	65%	52%
Pasivo corriente / Pasivo total	92%	72%	51%	64%	72%	59%	36%	47%	33%
EBITDA / Gastos financieros	1,55	3,29	1,60	1,48	1,43	2,02	2,39	5,17	4,00
Años de pago con EBITDA (APE)	0,55	7,75	12,21	10,20	7,85	5,85	4,54	6,80	8,93
Años de pago con FLE (APF)	1,51	-	-	-	37,86	15,53	25,56	-	-
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	109	(359)	2.944	7.794	10.211	10.900	8.444	21	1.708
Razón de cobertura de deuda DSCRC	3,37	(1,47)	0,29	0,19	0,18	0,21	0,35	43,37	0,65
Capital social / Patrimonio	10%	6%	8%	5%	5%	5%	5%	10%	5%
Apalancamiento (Pasivo total / Patrimonio)	1,73	1,48	1,98	1,13	1,09	1,00	0,92	1,88	1,08
<b>ENDEUDAMIENTO</b>									
Deuda financiera / Pasivo total	4%	42%	51%	87%	87%	86%	85%	62%	94%
Deuda largo plazo / Activo total	1%	12%	12%	18%	14%	20%	30%	31%	34%
Deuda neta (miles USD)	201	4.095	10.490	15.051	14.580	13.657	13.290	9.324	14.864
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	(175)	1.032	4.722	3.677	3.702	3.647	4.359	3.682	3.329
<b>RENTABILIDAD</b>									
ROA	1%	2%	1%	1%	1%	2%	3%	4%	3%
ROE	3%	4%	3%	1,85%	2%	5%	6%	12%	7%
<b>EFICIENCIA</b>									
Ingresos operacionales/Gastos operacionales	(20)	(11)	(5)	(7)	(7)	(7)	(7)	(5)	(7)
Días de inventario	39	54	44	82	70	60	60	87	80
CxC relacionadas / Activo total	9,79%	1,90%	5,10%	6,84%	6,95%	7,06%	7,03%	4,65%	6,72%
Días de cartera CP	94	75	194	105	90	75	75	142	107
Días de pago CP	149	99	22	20	20	20	20	72	11
<b>DEUDA NETA (MILES USD)</b>									
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025
	REAL	PROYECTADO				INTERANUAL			
Obligaciones con entidades financieras CP	0	804	1.973	1.831	2.631	1.800	3.240	320	1.388
Obligaciones emitidas CP	-	1.000	4.251	7.394	7.610	5.842	380	2.014	3.273
Préstamos con terceros CP	181	723	722	-	-	-	-	-	-
Obligaciones con entidades financieras LP	148	1.018	3.663	1.831	2.933	6.133	10.093	4.853	3.656
Obligaciones emitidas LP	-	1.251	-	4.144	1.721	380	-	2.474	7.643
Préstamos con terceros LP	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Subtotal deuda</b>	<b>329</b>	<b>4.795</b>	<b>10.608</b>	<b>15.201</b>	<b>14.896</b>	<b>14.155</b>	<b>13.713</b>	<b>9.661</b>	<b>15.960</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	129	701	118	150	316	498	423	337	1.096
Inversiones temporales CP	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Deuda neta</b>	<b>201</b>	<b>4.095</b>	<b>10.490</b>	<b>15.051</b>	<b>14.580</b>	<b>13.657</b>	<b>13.290</b>	<b>9.324</b>	<b>14.864</b>
<b>NECESIDAD OPERATIVA DE FONDOS (MILES USD)</b>									
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025
	REAL	PROYECTADO				INTERANUAL			
Inventarios	1.023	1.334	698	1.422	1.436	1.456	1.721	1.385	1.158
Documentos y cuentas por cobrar clientes no relacionados CP	2.678	2.134	4.364	2.602	2.676	2.676	3.211	3.441	2.330
Cuentas y documentos por pagar no relacionadas CP	3.875	2.436	339	347	410	485	574	1.144	159
<b>NOF</b>	<b>(175)</b>	<b>1.032</b>	<b>4.722</b>	<b>3.677</b>	<b>3.702</b>	<b>3.647</b>	<b>4.359</b>	<b>3.682</b>	<b>3.329</b>
<b>SERVICIO DE LA DEUDA (MILES USD)</b>									
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	AGOSTO 2024	AGOSTO 2025
	REAL	PROYECTADO				INTERANUAL			
Obligaciones con entidades financieras CP	-	0	804	1.973	1.831	2.631	1.800	0	804
Obligaciones emitidas CP	-	-	1.000	4.251	7.394	7.610	5.842	-	1.000
Préstamos con terceros CP	-	181	723	722	-	-	-	181	723
(-) Gastos financieros	238	160	535	998	1.301	1.157	1.226	177	278
Efectivo y equivalentes al efectivo	129	701	118	150	316	498	423	337	1.096
<b>SERVICIO DE LA DEUDA</b>	<b>109</b>	<b>(359)</b>	<b>2.944</b>	<b>7.794</b>	<b>10.211</b>	<b>10.900</b>	<b>8.444</b>	<b>21</b>	<b>1.708</b>

La calificación otorgada por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. está realizada en base a la siguiente metodología, aprobada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros:

EMISIÓN DE DEUDA, aprobada en mayo 2020

Para más información con respecto de esta metodología, favor consultar: <https://www.globalratings.com.ec/sitio/metodologias/>

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. a partir de la información proporcionada, procedió a aplicar su metodología de calificación que contempla dimensiones cualitativas y cuantitativas que hacen referencia a diferentes aspectos dentro de la calificación. La opinión de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. al respecto ha sido fruto de un estudio realizado mediante un set de parámetros que cubren: perfil externo, perfil interno y perfil financiero, generando un análisis de la capacidad de pago, por lo que no necesariamente reflejan la probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de un emisor para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago con lo cual los acreedores y/o tenedores se verían forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. guarda estricta reserva de aquellos antecedentes proporcionados por la empresa y que ésta expresamente haya indicado como confidenciales. Por otra parte, GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. no se hace responsable por la veracidad de la información proporcionada por la empresa, se basa en el hecho de que la información es obtenida de fuentes consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, ni garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La información que se suministra está sujeta, como toda obra humana, a errores u omisiones que impiden una garantía absoluta respecto de la integridad de la información. GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora [www.globalratings.com.ec](http://www.globalratings.com.ec), donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

INFORMACIÓN QUE SUSTENTA EL PRESENTE INFORME	
INFORMACIÓN MACRO	Entorno macroeconómico del Ecuador. Situación del sector y del mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
INFORMACIÓN EMISOR	Información cualitativa. Información levantada "in situ" durante el proceso de diligencia debida. Información financiera auditada de los últimos tres años, e interanual con corte máximo dos meses anteriores al mes de elaboración del informe y los correspondientes al año anterior al mismo mes que se analiza. Proyecciones Financieras. Detalle de activos menos deducciones firmado por el representante legal.
INFORMACIÓN EMISIÓN	Documentos legales de la Emisión.
OTROS	Otros documentos que la compañía consideró relevantes.
REGULACIONES A LAS QUE SE DA CUMPLIMIENTO CON EL PRESENTE INFORME	
FACTORES DE RIESGO	Literal g, h, i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, 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.
IMPACTO DEL ENTORNO	Literal i, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, 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.
IMPACTO DEL SECTOR	Numeral 1, Artículo 11, Sección II, 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.
EMPRESAS VINCULADAS	Numeral 3, Artículo 2, Sección I, Capítulo I, Título XVIII del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y Seguros expedidas por la Junta de Política y Regulación Financiera.
OPERACIÓN DE LA EMPRESA	Literales c, e y f, Numeral 1, Artículo 10 y en los Numerales 3, 4 y 5, Artículo 11, Sección II, 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.
INSTRUMENTO	Numeral 5, Artículo 11, Sección II, 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 Monetaria y Financiera. Artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera.
MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN	Artículo 2, Sección I, Capítulo IV, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera. Literal c, Numeral 1, Artículo 10, Sección II, 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.
200% PATRIMONIO	Artículo 9, Capítulo I, Título II, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

De acuerdo con el Artículo 5, 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 riesgos de la Emisión en análisis deberá ser revisada semestralmente hasta la remisión de los valores emitidos. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.