

EMSA INMOBILIARIA S.A.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: G3

MONTO MÁXIMO: Gs. 12.000.000.000

RESOLUCIÓN CNV N°: 143_11082023

PEG G3	DIC-2023	DIC-2024
CATEGORÍA	pyA-	pyA-
TENDENCIA	Estable	Fuerte(+)

A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

Solventa & Riskmétrica mantiene la calificación de **pyA-** mejorando la tendencia a **Fuerte (+)** para el Programa de Emisión Global **PEG G3** de **EMSA Inmobiliaria S.A.** con fecha de corte al 31 de Diciembre de 2024, fundamentada en la evolución favorable de sus principales indicadores financieros de liquidez y rentabilidad, con disminución del endeudamiento y aumento de la cobertura de obligaciones, registrando un continuo crecimiento de sus operaciones y ventas, acompañado de mejoras cualitativas en la gestión del negocio. Por otro lado, la calificación considera la exposición al riesgo de crédito de su cartera de clientes, con relación a la naturaleza de sus operaciones y las cuentas a cobrar de largo plazo, con reducida cobertura de provisiones sobre las cuotas vencidas, registrando una mayor participación de otros ingresos operativos respecto a la utilidad neta.

La empresa ha ido fortaleciendo su patrimonio continuamente, a través de mayores aportes de capital, lo que sumado a las reservas y las utilidades, ha registrado en el 2024 un aumento de 20,51% del patrimonio neto hasta Gs. 42.601 millones, generando el incremento del indicador de solvencia patrimonial desde 55,35% hasta 61,61%, siendo un nivel elevado para el tipo de negocio. Asimismo, el endeudamiento ha disminuido en el 2024, cuyo indicador de apalancamiento bajó desde 0,81 a 0,62, así como también el apalancamiento financiero se redujo desde 1,50 a 1,16, con adecuada cobertura de obligaciones de 75,94%. En esta misma línea, el ratio de Deuda/Ventas bajó desde 1,10 a 0,97 así como el ratio de Deuda/Ebitda disminuyó desde 2,84 a 2,65, siendo estos niveles adecuados para el tipo de negocio.

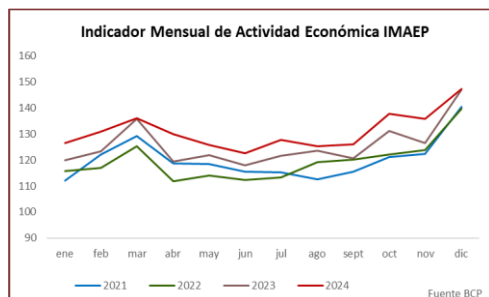
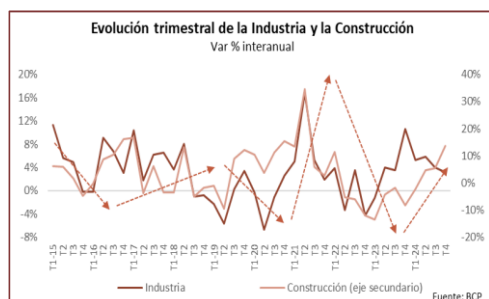
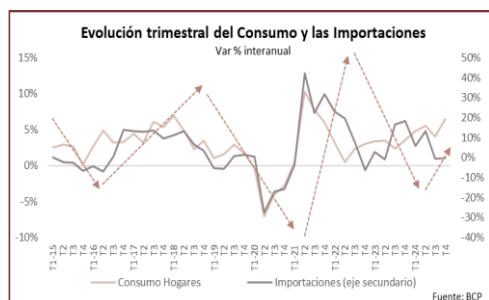
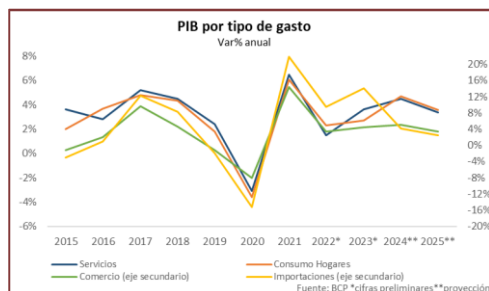
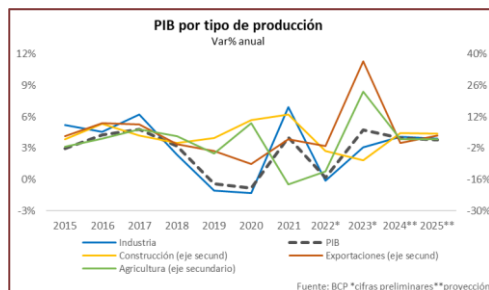
El activo total de la empresa aumentó 8,26% en el 2024 hasta Gs. 69.142 millones, debido principalmente al incremento de 51,30% de los inventarios hasta Gs. 39.321 millones, lo que fue compensado por la disminución de 35,82% de los activos para la venta de largo plazo hasta Gs. 13.595 millones. En consecuencia, los activos corrientes aumentaron 40,96% hasta Gs. 49.063 millones, mientras que los activos de largo plazo disminuyeron 30,90% hasta Gs. 20.086 millones, lo que derivó en el aumento del indicador de liquidez corriente desde 2,69 a 3,73, aunque el ratio de prueba ácida se mantuvo relativamente bajo en 0,74 en Dic24. Asimismo, el ratio de efectividad (recursos disponibles) disminuyó desde 22,89% a 11,77%, aunque sigue siendo un nivel razonable respecto al volumen de las operaciones.

Las ventas aumentaron 5,29% en el 2024 hasta Gs. 27.319 millones, con menores costos que bajaron 18,83%, lo que ha generado el aumento de 9,83% de la utilidad bruta hasta Gs. 23.983 millones. Sin embargo, esto fue compensado por el aumento de 18,56% de los costos operacionales hasta Gs. 13.982 millones, derivando en una leve reducción de 0,42% de la utilidad operativa (Ebitda) hasta Gs. 10.001 millones. La eficiencia operativa bajó desde 45,99% a 41,70%,

así como el margen operacional disminuyó desde 38,71% a 36,61%. Finalmente, la utilidad neta del ejercicio aumentó 16,20% hasta Gs. 11.486 millones, lo que estuvo influido por los ingresos netos operativos de 4.409 millones, representando el 38,4% del resultado del ejercicio. La rentabilidad del patrimonio (ROE) disminuyó levemente desde 38,82% a 36,91%, siendo un nivel adecuado para el tipo de negocio.

TENDENCIA	FORTALEZAS	RIESGOS
La tendencia Fuerte(+) refleja las favorables expectativas sobre la situación general de EMSA Inmobiliaria S.A., considerando la continua evolución de sus operaciones e inversiones inmobiliarias, el fortalecimiento patrimonial y adecuados niveles de endeudamiento, así como adecuados indicadores de liquidez y rentabilidad.	- Adecuada solvencia patrimonial con capitalización y reinversión de utilidades. - Disminución de los indicadores de endeudamiento y apalancamiento financiero. - Continuo crecimiento de las operaciones y los ingresos por lotes vendidos y administrados, con proyectos de nuevos lanzamientos.	- Exposición al riesgo sistémico de su cartera de clientes y sus cuentas a cobrar de largo plazo, con importantes atrasos en el pago de cuotas. - Baja cobertura relativa de provisiones respecto a la maduración de las cuotas vencidas. - Mayor participación de otros ingresos operativos respecto a la utilidad neta.

ECONOMÍA E INDUSTRIA



La economía del país se ha comportado de manera muy variable durante los últimos 10 años. El periodo 2013-2015 se caracterizó por una fase de contracción económica, seguida por una expansión en el periodo 2016-2017. Sin embargo, en el periodo 2018-2020, la economía experimentó una marcada desaceleración, reflejada en una tendencia negativa que se agudizó en el año 2020 por la pandemia del Covid-19, con registro de bajas tasas históricas de crecimiento en todos los sectores de la economía.

En el año 2020, los sectores de las exportaciones y la industria registraron caídas del -9,0% y -1,3%, respectivamente. Sin embargo, los más afectados por la pandemia de Covid-19 fueron el comercio y los servicios, con descensos históricos del -8,1% y -3,1%. Como resultado, el PIB alcanzó un mínimo histórico de -0,8 %. A pesar de la contracción económica general, la agricultura y el sector de la construcción mostraron un desempeño positivo, con altas tasas de crecimiento del 9,0 % y 10,5 %, respectivamente. En el caso de la construcción, este crecimiento fue impulsado por el mayor dinamismo en la ejecución de obras públicas.

La contracción del periodo 2018-2020, ha generado también una reducción de los sectores que gastan en la economía. Los sectores del PIB por tipo de gasto han registrado tasas negativas mínimas en el 2020 de -3,6% en consumo, 4,9% en la formación bruta de capital y -15,0% en importaciones. Sin embargo, en el 2021, la economía experimentó una recuperación significativa, impulsada por la reactivación de la actividad productiva. Este repunte fue reflejado a través del desempeño positivo de sectores como el comercio, servicios, importaciones y construcción, que registraron tasas de crecimiento del 14,3%, 6,5%, 23,1% y 12,8%, respectivamente, lo que contribuyó a la expansión del PIB en 4,0%.

En contraste, el sector agroexportador registró una disminución en el 2021, con una tasa negativa del sector agrícola de -18,2% y una baja tasa del sector exportador de 2,1%. La agricultura registró disminuciones en todos los trimestres del año 2021, como resultado de la fuerte sequía que impactó severamente a la producción de soja y sus derivados, con pérdidas del 50%. Estos malos resultados continuaron en el 2022, con un crecimiento del PIB de solo 0,2%, condicionado por la situación económica del sector agroexportador, con tasas negativas de -12,5% y -1,6% para la agricultura y las exportaciones, respectivamente.

Las cifras correspondientes al 2023 muestran un repunte de la economía con una expansión de 5,0% del PIB, impulsado por la importante recuperación de los sectores agrícola y exportador, con tasas de crecimiento de 23,4% y 35,04% respectivamente, así como el sector agua y electricidad que aumentó 15,5%, siendo una tasa históricamente alta.

Según los datos preliminares del BCP, el PIB registró un crecimiento interanual de 3,6% en el último trimestre de 2024, acumulando una expansión del 4,2% durante todo el año. Este resultado se explica principalmente por el crecimiento del sector servicios en 4,8%, la construcción en 5,3% y la manufactura en 4,4%. No obstante, este desempeño favorable ha sido atenuado por la contracción de 6,2% del sector de electricidad y agua, explicado por el menor caudal hídrico del Río Paraná que afectó la producción energética, así como por la caída del sector exportador en 2%, debido a las menores exportaciones de bienes como soja, maquinarias, aceites, harinas y electricidad.

En este contexto, el sector de servicios inmobiliarios había presentado una tendencia decreciente desde su pico de crecimiento de 2,8% en 2021 a 1,9% en 2023, aunque la cifra estimada para el 2024 presentó una leve mejora hasta el 2%, con una producción de Gs. 14.811.006 millones, con lo cual su incidencia en la estructura participativa del PIB cerró en 6,2%.

Por su parte, el indicador mensual de la actividad económica del Paraguay (IMAEP) llegó a 146,4 al cierre del 2024, acumulando una variación de 4,3% durante todo el año. El crecimiento interanual registrado al cierre del ejercicio se explica a partir de los desempeños favorables de los servicios, la ganadería y la construcción. Sin embargo, estos fueron atenuados por los resultados negativos de la manufactura, la agricultura y la generación de energía eléctrica.

PERFIL DE NEGOCIOS

ACTIVIDAD COMERCIAL Y POSICIONAMIENTO

Empresa inmobiliaria dedicada a la administración y venta financiada de lotes propios y de terceros, con una amplia y reconocida trayectoria en el mercado nacional

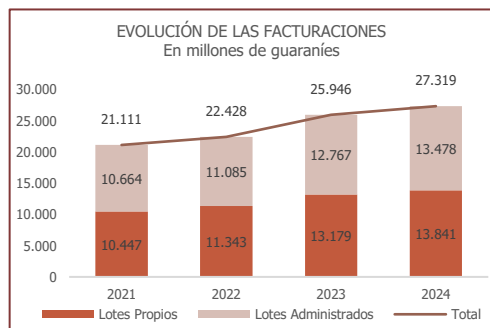
EMSA Inmobiliaria S.A. es una empresa loteadora con más de 30 años de trayectoria en el mercado nacional, dedicada a la administración y venta financiada de terrenos propios y de terceros. Sus productos están dirigidos tanto a personas que buscan adquirir su propio terreno en ubicaciones estratégicas del país, como a inversionistas interesados en diversificar su capital. Estas ofertas se presentan principalmente en forma de loteamientos y proyectos de urbanización.

Entre los servicios que ofrece la firma se incluyen el diseño de proyectos conforme a los requerimientos de los municipios, la ejecución de tareas de gestión como la apertura de calles, mantenimiento de lotes y administración integral de fraccionamientos. Asimismo, brinda servicios de asesoría jurídica a sus clientes, y gestiona trámites ante el Ministerio del Ambiente y Desarrollo Sostenible (MADES), además de realizar trabajos topográficos necesarios para el desarrollo de cada emprendimiento.

Desde el inicio de sus operaciones comerciales en 1994, ha desarrollado una estrategia de expansión territorial, comenzando con la apertura de loteamientos en las ciudades de Itá, Piribebuy y Luque. En 1997, extendió su presencia al interior del país mediante la habilitación de agencias en Concepción, Juan E. O'Leary, Ciudad del Este y San Ignacio. Actualmente cuenta con una Casa Central en Asunción, además de una red de 9 sucursales ubicadas en distintas ciudades del interior. En 2024, se realizaron obras de mejoramiento en las sucursales de Caaguazú y Villarrica, dotando de una infraestructura cómoda, moderna y renovada, y se proyecta continuar con esta renovación para el 2025 en otras tres sucursales.

A través de sus proyectos, EMSA contribuye al desarrollo urbano y económico de las zonas en las que opera, fomentando la creación de nuevos barrios que, al consolidarse, propician la instalación de comercios, instituciones educativas y centros de salud. Esta dinámica genera un impacto positivo en las economías locales, al tiempo que incrementa la recaudación tributaria de los municipios donde se encuentran ubicados los loteamientos.

La captación de clientes se realiza a través del contacto vía redes sociales o llamadas telefónicas, además de entrega de volantes repartidos en las sucursales o por los vendedores en las zonas de loteamiento. Los potenciales clientes pueden recurrir a alguna de las oficinas para recibir atención personalizada, donde los encargados presentan las características del loteamiento a adquirirse, la disponibilidad de lotes, los precios que se manejan para la fracción correspondiente, formas de pago a convenir, y una coordinación de la fecha, hora y traslado hasta el lugar para una posterior visita.



Las facturaciones de la empresa han presentado una tendencia creciente en los últimos años, conforme a la expansión del negocio. En esa línea, los ingresos por la venta de lotes propios aumentaron a una tasa promedio de 9,93% durante el periodo 2021-2024, llegando a Gs. 13.841 millones en Dic24. Por su parte, los ingresos correspondientes a las comisiones cobradas por la venta de lotes administrados se incrementaron 8,23%, en promedio, durante ese mismo periodo, cerrando en Gs. 13.478 millones en el último ejercicio, lo que representó una venta consolidada de Gs. 27.319 millones.

Actualmente, cuenta con varias urbanizaciones y lotes para su comercialización, distribuidas en las ciudades de Caaguazú, Ciudad del Este, Central, Concepción, Katueté, Juan E. O'Leary, Pedro Juan Caballero, San Ignacio, Santa Rosa del Aguaray, Villarrica, entre otras. A su vez, cuenta con otros proyectos de urbanización en curso, cuyos fraccionamientos se encuentran próximos de lanzamiento, y como parte de sus objetivos de crecimiento y expansión, realiza continuas compras de bienes inmuebles.

En ese sentido, durante el 2024 se concretaron nuevas adquisiciones de propiedades en distintos puntos del país, en función de las necesidades operativas de las sucursales. Asimismo, se llevaron a cabo 11 nuevos lanzamientos de fracciones en diversas ciudades, acompañados de campañas comerciales y publicitarias que favorecieron las ventas de los loteamientos. Además, se amplió el equipo de ventas propio, que junto con los agentes tercerizados, contribuyó al cumplimiento exitoso de los objetivos de colocación.

El Directorio mantiene favorables expectativas de crecimiento para el 2025, por lo tanto proyecta un incremento en las inversiones mediante el uso de las líneas de financiamiento disponibles, tanto a través de emisiones de bonos como de entidades bancarias, así como la incorporación de inversionistas estratégicos. Estas acciones permitirán un aumento en las inversiones propias y en el desarrollo de nuevos negocios que actualmente se encuentran en etapa de evaluación.

En los últimos años, la empresa se ha posicionado como un importante competidor en el rubro inmobiliario tanto en lo que respecta a la venta de lotes propios como de terceros, así como en la administración, a través de la cual recibe comisiones. Cabe señalar que EMSA es miembro de la Cámara Paraguaya de Empresas Loteadoras e Inmobiliarias (CAPELI), que nuclea a las más importantes empresas del rubro loteador e inmobiliario del país.

ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

La propiedad y dirección de la empresa están bajo el control de la familia Salum, acompañado de una estructura organizacional acorde al modelo de su negocio

Accionista	Cantidad	% Votos	% Capital
Edgar Salum Pires	1.325	50,0%	50,0%
OS	1.275	24,7%	43,0%
OVM	50	25,3%	7,0%
Eric Salum Pires	1.273	48,1%	48,0%
OS	1.223	22,78%	41,0%
OVM	50	25,3%	7,0%
Margarita Pérez	52	1,99%	2,0%
OS	52	1,99%	2,0%
Total	2.650	100%	100%

La estructura accionaria de la empresa está conformada mayoritariamente por los dos socios fundadores: Edgar Salum Pires y Eric Salum Pires, quienes poseen el 50% y el 48% del capital accionario, respectivamente. En conjunto, ambos concentran el 98% del capital social y del total de votos, lo que les otorga un claro control societario.

Cada uno de los accionistas mayoritarios cuenta con dos tipos de acciones: Ordinarias Simples (OS) y Ordinarias con Voto Múltiple (OVM). Edgar Salum Pires posee 1.275 acciones OS (43% del capital total) y 50 acciones OVM (7%), mientras que Eric Salum Pires cuenta con 1.223 acciones OS (41%) y 50 acciones OVM (7%). Las acciones OVM otorgan a cada socio fundador un 25,3% del total de votos, siendo determinantes en la composición del poder decisorio dentro de la sociedad.

La tercera accionista, Margarita Pérez, participa con 52 acciones ordinarias simples, equivalentes al 2,0% del capital social y del poder de voto. Esta configuración refleja una estructura diseñada para preservar el control estratégico en manos de los socios fundadores, combinando participación económica con una distribución del voto que refuerza su capacidad de decisión.

El Directorio está compuesto por un presidente, un vicepresidente, un director titular y dos directores suplentes. Este no ha sufrido modificaciones respecto a lo establecido en la asamblea ordinaria del 2023, y se destaca una activa participación de los socios fundadores en la dirección estratégica de la compañía.

Composición del Directorio	
Nombre y Apellido	Cargo
Eric Salum Pires	Presidente
Edgar Salum Pires	Vicepresidente
Joaquín Salum Silva	Director Titular
Margarita Pérez de Salum	Director Suplente
Yvo María Salum Perez	Director Suplente

La estructura ejecutiva se encuentra encabezada por el Gerente General, además de un equipo ejecutivo que cubre funciones clave para el desarrollo del negocio, como: (1) la gerencia comercial, que se encarga de las distintas gestiones de compra/venta, contratos y escrituraciones, y tiene a su cargo, las áreas de ventas, marketing, contratos y estructuraciones, y sucursales; (2) la gerencia de proyectos y obras, con las áreas de topografía y de proyectos e infraestructuras, que evalúa a las distintas alternativas de inversión con miras al adecuado crecimiento y expansión del negocio inmobiliario; (3) la gerencia administrativa/financiera, se subdivide en finanzas, tesorería, cobranzas y contabilidad.

Como hecho posterior, cabe señalar que el entonces Gerente Comercial fue promovido al cargo de Gerente General a inicios de enero 2025, con el desafío de impulsar el área comercial, formalizar proyectos, reorganizar y profesionalizar la empresa. Cabe destacar que los principales accionistas no forman parte de la estructura ejecutiva actual, lo que evidencia un adecuado grado de independencia entre la propiedad y la gestión operativa.

EMSA no posee inversiones en empresas asociadas, aunque existen vinculaciones con otras compañías a través de sus accionistas. El Arq. Edgar Salum es también socio director de la constructora SALUM & WENZ S.A., reconocida a nivel nacional debido a su amplia trayectoria en el rubro de construcciones civiles. Asimismo, es director de Alepo S.A, presidente de las firmas Génesis Desarrollo Inmobiliario S.A, Centro Este S.A, Puerto Marina S.A., Innova Asunción S.A, y además es Socio Gerente de Check S.R.L. Por su parte, el Dr. Eric Salum es socio director de la firma Cobranzas S.R.L, en tanto que la Lic. Margarita Pérez de Salum es Vicepresidente de Aquidabán Representaciones S.A.

En materia de gobierno corporativo, se continuó durante el 2024 con el acompañamiento de AGAPE Consulting, en el marco del proceso de corporativización de la empresa. Con miras a consolidar este proceso, se prevé dar continuidad a los trabajos de consultoría durante el año 2025.

GESTIÓN OPERATIVA DEL NEGOCIO

Adecuada gestión operativa del negocio, con procedimientos de control específicos para cada área y recientes cambios en la estructura comercial

La firma lleva a cabo gestiones constantes mediante la búsqueda e identificación de inmuebles en diversas regiones del país, realizando importantes inversiones en la adquisición y desarrollo de terrenos. Estas acciones se enmarcan en una política de compras y adquisición de bienes y servicios, con distintos niveles de autorización, orientadas al fraccionamiento de lotes propios y de terceros.

Las gestiones complementarias realizadas por la empresa incluyen servicios de topografía, estudio ambiental, escribanía, asignación de cuentas corrientes, de maquinarias y limpieza de loteamientos, de estaqueamiento, rasqueteo, electrificación de loteamientos, apertura de caminos, entre otros.

Para la comercialización de los lotes disponibles, cuenta con un equipo de vendedores que contactan con los clientes interesados para gestionar el cierre de operaciones mediante el llenado de un comprobante provisorio. Previamente, el departamento comercial evalúa la capacidad y el perfil del cliente, y una vez aprobado, el vendedor procede al cobro de la primera cuota, el cual es rendido al área comercial para su ingreso formal al sistema y la correspondiente emisión de la factura. Cabe mencionar que los plazos de financiamiento van hasta 130 cuotas. Con el objetivo de fortalecer y optimizar el área comercial, se incorporó una solución de CRM para la fuerza de ventas y se contrató una consultoría externa especializada en marketing.

Para proceder con la transferencia de lotes a nombre de los clientes, EMSA establece el cumplimiento de ciertos requisitos documentales y contractuales, que garantizan la validez legal y fiscal de la operación. Además, el cliente debe abonar al menos el 50% del costo de titulación, pudiendo optar por el pago al contado o en plazos de 6, 9 o 12 cuotas.

La inmobiliaria implementa un sistema de cobranza segmentado según tramos de morosidad, definidos por la cantidad de cuotas vencidas. En función de estos tramos, se aplican diferentes estrategias de recuperación. Las gestiones de cobro se realizan principalmente mediante llamadas telefónicas, complementadas por un sistema de mensajería que refuerza la notificación a los clientes.

Además, las gestiones para el recupero administrativo de los lotes dependen del número de cuotas vencidas. El recupero administrativo de oficio se realiza siempre que el valor de las cuotas abonadas por el cliente no supere el 25% del precio total del lote o que sus mejoras no alcancen dicho valor o que el lote no se encuentre habitado. En ese caso, se recurre a la negociación para la renuncia del cliente al lote y en última instancia al recupero judicial. En términos comparativos, la cantidad de lotes recuperados pasó de 888 en 2023 a 806 en 2024, lo que representó una disminución de 10,17%.

Debido a la inestabilidad propia de las operaciones inmobiliarias a crédito, la empresa contabiliza el valor de los contratos como cuentas de orden. Estos corresponden a terrenos tanto propios como ajenos, los cuales representan ingresos futuros esperados por cobrar.

En ese sentido, el saldo de las cuentas a cobrar por la venta de lotes propios aumentó 21,52%, pasando de Gs. 88.972 millones en Dic23 a Gs. 108.121 millones en Dic24. De la misma forma, el saldo de las comisiones a cobrar por la administración de lotes de terceros presentó un crecimiento interanual de 16,28%, desde Gs. 60.847 millones hasta Gs. 70.752 millones en ese mismo periodo.

Conforme al Plan de Auditoría Interna 2024, los controles se implementan de manera específica en las distintas áreas operativas de la empresa, abarcando cobranzas, facturación, tesorería, recursos humanos, finanzas y contabilidad, cada una con procedimientos definidos según su naturaleza. Adicionalmente, se incluye el monitoreo de los dispositivos móviles corporativos y la supervisión operativa de las sucursales.

Por otra parte, el proceso actual de cumplimiento se encuentra acorde a las políticas y procedimientos establecidos en el Manual de PLAFT aprobado por el Directorio. Además, durante el 2024 se implementó la revisión de los contratos de clientes para verificar el cumplimiento de la Resolución 201/2020, en los aspectos clave relacionados con la prevención del lavado de dinero y financiamiento al terrorismo, reforzando el trabajo realizado por el oficial de cumplimiento.

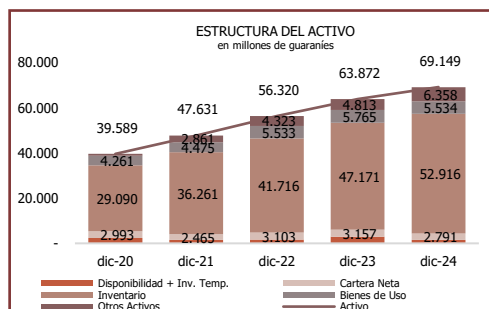
Cabe destacar que en 2024, la empresa inició un proceso de transformación estratégica, con el fin de maximizar la rentabilidad y fortalecer su posicionamiento de mercado. Entre las acciones clave implementadas se destacan la reestructuración del área comercial, orientada a impulsar los ingresos, y la incorporación del área de Business Intelligence (BI), que aporta mayor precisión y agilidad en la toma de decisiones.

Para el año 2025, la prioridad se centra en el cumplimiento presupuestario, mediante el fortalecimiento de la gestión de cobranzas como eje fundamental para sostener la liquidez operativa. De cara al mediano plazo, la empresa tiene previsto desarrollar un plan estratégico con horizonte de 3 a 5 años, enfocado en asegurar un crecimiento sostenido, mayor eficiencia y rentabilidad, consolidando así su posicionamiento competitivo en el sector.

SITUACIÓN FINANCIERA

ESTRUCTURA Y CALIDAD DE ACTIVOS

Crecimiento continuo del activo en los últimos años, compuesto mayormente por los inmuebles loteados y aquellos que se encuentran en proceso de fraccionamiento



Durante los últimos años, el total de activos de la empresa evidenció una sostenida tendencia de crecimiento, en línea con la expansión de su actividad inmobiliaria, y al cierre del ejercicio 2024, se registró un nuevo aumento de 8,26% interanual, pasando de Gs. 63.872 millones a Gs. 69.149 millones.

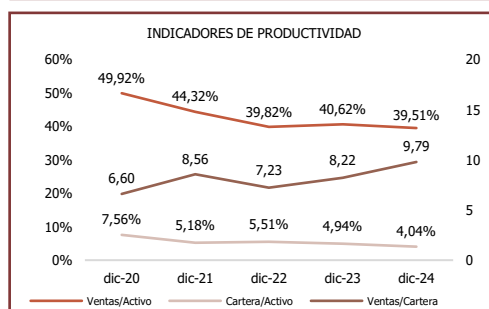
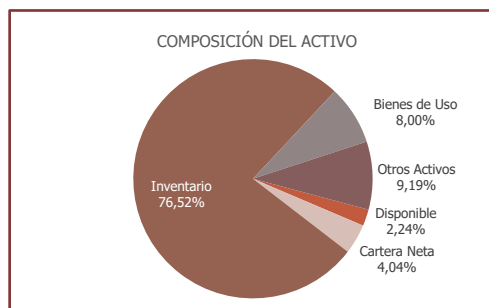
Debido a la naturaleza de la empresa, el principal componente del activo es el inventario, el cual presentó una participación del 76,52% en el 2024 y está compuesto por las propiedades destinadas a la explotación del negocio. El saldo del inventario de corto plazo se incrementó 51,30% desde Gs. 25.989 millones en Dic23 hasta Gs. 39.321 millones en Dic24, correspondientes a los inmuebles loteados que ya se encuentran disponibles para la venta en distintas ciudades del país.

Asimismo, cuenta con inmuebles de largo plazo, cuyo saldo se redujo 35,82% desde Gs. 21.182 millones en Dic23 hasta Gs. 13.595 millones en Dic24. Estos corresponden a las propiedades que han sido adquiridas y que se encuentran en proceso de fraccionamiento y aprobación para su loteamiento en las Instituciones correspondientes, para su posterior comercialización.

Por otra parte, la categoría de "Otros activos", compuesta principalmente por los anticipos realizados para la adquisición de propiedades y las comisiones a cobrar a los propietarios, creció 32,10% desde Gs. 4.813 millones en Dic23 hasta Gs. 6.358 millones en Dic24, mientras que los bienes de uso disminuyeron 4,01% hasta Gs. 5.534 millones.

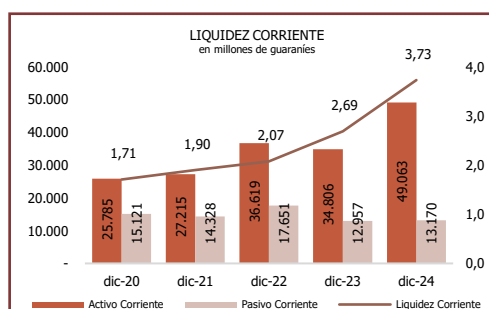
En cuanto a las cuentas a cobrar, la cartera neta se redujo 11,59% desde Gs. 3.157 millones en Dic23 hasta Gs. 2.791 millones en Dic24, con una participación del 4,04%. Cabe remarcar que los contratos cerrados con clientes se encuentran como cuentas de orden, y el cobro de las cuotas tienen facturación de frecuencia mensual.

Esta dinámica explica la baja participación de la cartera de créditos en la estructura del activo, así como el elevado nivel de la relación Ventas/Cartera que pasó de 8,22 a 9,79 en el último periodo, mientras que la relación Ventas/Activo se ubicó en 39,51%.



LIQUIDEZ Y FINANCIAMIENTO

Estructura de financiamiento externa concentrada en la deuda financiera de largo plazo, acompañado de un crecimiento constante de la liquidez corriente

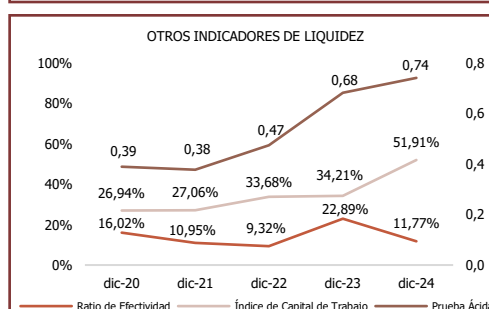


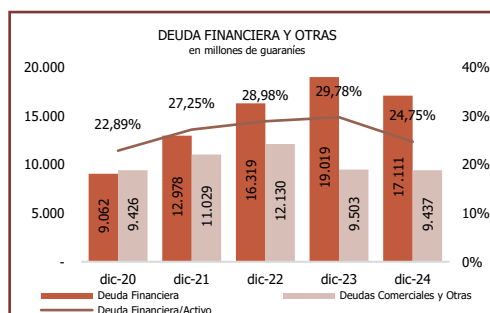
El crecimiento del total de activos registrado en el último ejercicio fue impulsado por el aumento de 40,96% de los realizables de corto plazo, los cuales pasaron de Gs. 34.806 millones en Dic23 a Gs. 49.063 millones en Dic24, explicado a su vez a partir de la variación del inventario y de los anticipos por la compra de propiedad.

Por su parte, el pasivo corriente aumentó a un menor ritmo de 1,64% desde Gs. 12.957 millones hasta Gs. 13.170 millones, dada la variación de la deuda con proveedores, lo que generó el incremento del indicador de liquidez corriente desde 2,69 en Dic23 hasta 3,73 en Dic24, continuando con la tendencia creciente de los últimos años.

Sin embargo, considerando que el 80,14% del activo corriente está compuesto por inventarios, conformados por inmuebles loteados disponibles para la venta, se registra una brecha significativa entre el indicador de liquidez corriente y la razón de prueba ácida, que se ubicó en 0,74 al cierre de 2024. Esto refleja que la capacidad de la empresa para generar recursos líquidos suficientes y cubrir sus obligaciones de corto plazo depende, en gran medida, de la realización efectiva del inventario y de una adecuada gestión de cobranzas.

Por su parte, el ratio de efectividad se redujo desde 22,89% en Dic23 hasta Gs. 11,77% en Dic24, debido a la disminución del saldo de las disponibilidades de Gs. 2.961 millones a Gs. 1.541 millones. Cabe resaltar que en los últimos ejercicios,



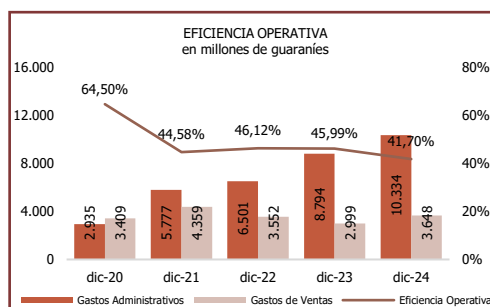


la compañía no experimentó problemas de flujo de caja operativo, registrando incluso una mejora en su flujo de efectivo neto proveniente de sus actividades operativas, explicado por el aumento de las cobranzas efectuadas a clientes.

La empresa financia sus operaciones principalmente a través de recursos propios. No obstante, dentro del financiamiento con terceros, se registra una participación mayoritaria de la deuda financiera, cuya incidencia en el activo se redujo de 29,78% en Dic23 a 24,75% en Dic24. Del total de la deuda financiera, el 60,74% corresponde a las obligaciones por las colocaciones de bonos, con vencimientos programados entre 2026 y 2028. El 39,26% restante está compuesto por deuda con entidades financieras, tanto de corto como de largo plazo.

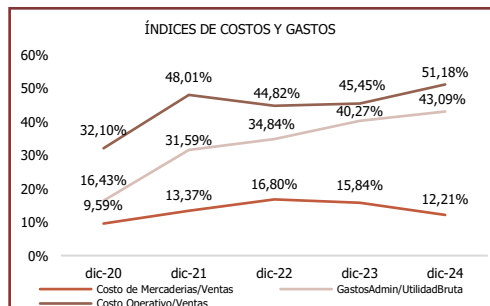
GESTIÓN Y ESTRUCTURA OPERATIVA

Reducción de la eficiencia operativa explicada por el aumento de la estructura de gastos, acompañado de una baja rotación del inventario propio del sector inmobiliario



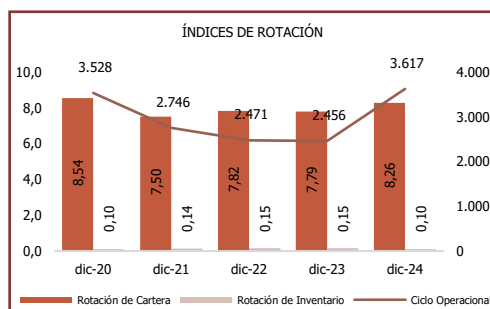
La estructura de los costos operacionales de la firma está conformada mayormente por los gastos administrativos, los cuales crecieron 17,51% desde Gs. 8.794 millones en Dic23 hasta Gs. 10.334 millones en Dic24, debido a las mayores erogaciones asociadas a las compensaciones salariales y los honorarios profesionales y asesoramiento.

Asimismo, los gastos de ventas aumentaron 21,64% desde Gs. 2.999 millones a Gs. 3.648 millones en ese mismo periodo, vinculado a las mayores comisiones pagadas sobre ventas y gastos en publicidad. De esta forma, el indicador de eficiencia operativa, medida por la relación entre el Ebitda y la utilidad bruta, se redujo levemente desde 45,99% en Dic23 a 41,70% en Dic24, aunque aún se mantiene en un nivel adecuado para el tipo de negocio.



Además, se registró un aumento de la relación entre el costo operativo y los ingresos por la venta de lotes, desde un nivel de 45,45% en Dic23 hasta 51,18% en Dic24, al igual que la relación entre los gastos administrativos y la utilidad bruta, la cual pasó de 40,27% a 43,09%. La mayor presión ejercida por la estructura de gastos fue compensando a partir del incremento de otros ingresos, lo que finalmente contribuyó a una mayor generación de utilidad neta.

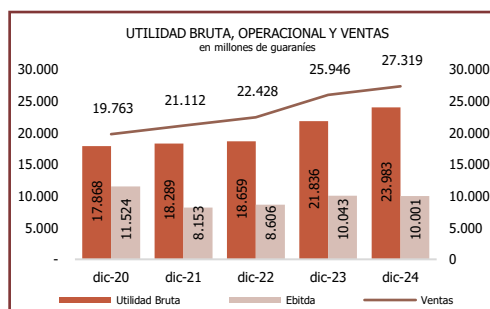
Con relación de los demás indicadores de gestión, la rotación de inventario presentó niveles estructuralmente bajos, propios del sector inmobiliario, donde los bienes comercializados generalmente requieren de largos periodos para su venta. En el 2024, se registró una disminución de este indicador, pasando de 0,15 a 0,10, relacionado con la expansión del stock de terrenos disponibles para su comercialización sin una aceleración proporcional de las ventas.



Por su parte, la rotación de cartera presenta elevados niveles, cerrando el 2024 en 8,26, acompañado además por una mejora en el periodo promedio de cobro, el cual se redujo de 47 a 44 días, lo que indica una adecuada gestión del flujo de cobranzas. No obstante, debido a la reducción de la rotación del inventario, el ciclo operacional pasó de 2.456 a 3.617 días en los últimos dos ejercicios. Si bien este nivel es característico de una empresa del rubro inmobiliario, el prolongado ciclo operacional podría afectar de manera negativa la eficiencia en la conversión del activo en efectivo.

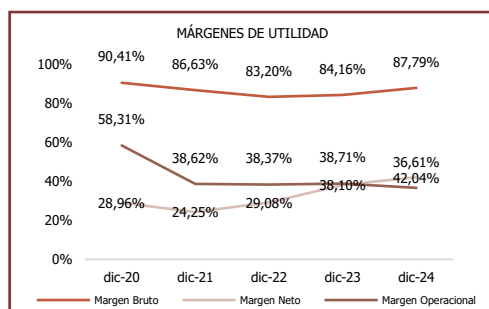
UTILIDAD Y RENTABILIDAD

Crecimiento constante de las ventas y de la generación de utilidades netas, acompañado de adecuados indicadores de rentabilidad del patrimonio y activos



Teniendo en cuenta la modalidad del negocio, los ingresos sobre las ventas son considerados al momento de la emisión de la factura por el cobro de las cuotas de los lotes. En ese sentido, las facturaciones por la venta de lotes propios aumentaron 5,02%, pasando de Gs. 13.178 millones en Dic23 a Gs. 13.841 millones en Dic24.

Asimismo, los ingresos correspondientes a las comisiones por la administración y venta de lotes de terceros crecieron 5,57% desde Gs. 12.767 millones hasta Gs. 13.478 millones en ese mismo periodo. Con esto, las ventas en su conjunto ascendieron a Gs. 27.319 millones al cierre del 2024, continuando de esa forma con la tendencia creciente de los últimos años.

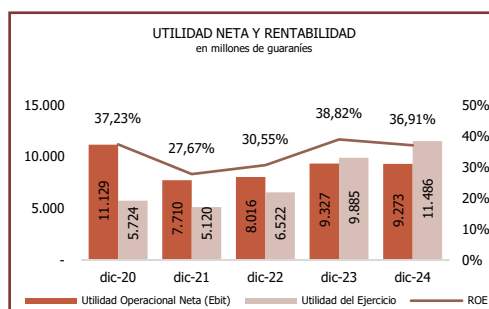


La empresa se caracteriza por mantener un elevado margen bruto, con un promedio de 86,44% en el periodo 2020-2024. Esto se explica por la naturaleza del negocio, donde la adquisición de propiedades a bajos costos relativos y su posterior comercialización con valor agregado permite la obtención de elevados márgenes.

Por su parte, el Ebitda presentó un ligero descenso de 0,42% al cierre del 2024, llegando a Gs. 10.001 millones, debido a que la mayor estructura de gastos operacionales contrarrestó el aumento de la utilidad bruta, lo que dio lugar a un margen operacional de 36,61%, acompañado además de una menor utilidad operacional neta de Gs. 9.273 millones.

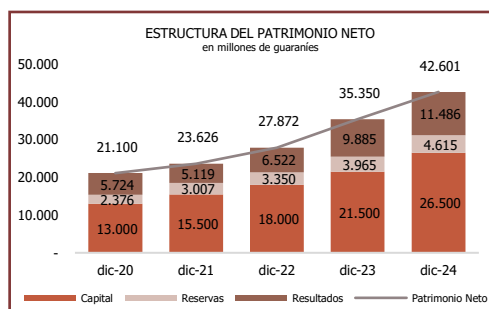
Sin embargo, esto fue compensado mediante el aumento de los ingresos varios y los intereses moratorios cobrados, que de manera conjunta ascendieron a Gs. 4.637 millones en el 2024, generando una utilidad neta del ejercicio de Gs. 11.486 millones, superior en 16,20% a la utilidad del ejercicio anterior de Gs. 9.885 millones.

Esto generó el crecimiento del margen neto desde 38,10% en Dic23 a 42,04 en Dic24, así como de la rentabilidad de activos (ROA) que pasó de 15,48% a 16,61% en ese mismo periodo. No obstante, la rentabilidad del patrimonio (ROE) se redujo de 38,82% a 36,91%, aunque esto se explica por la integración del capital realizada en el ejercicio, lo que derivó en una mayor expansión del patrimonio.



SOLVENCIA Y ENDEUDAMIENTO

Adecuados niveles de solvencia patrimonial y apalancamiento, respaldado por las continuas capitalizaciones y reinversiones de las utilidades generadas



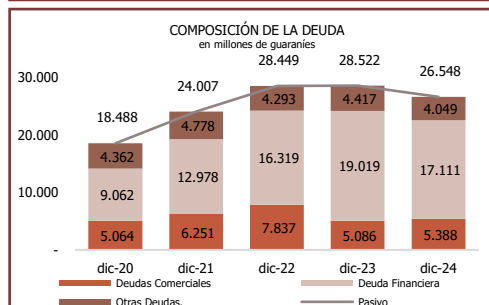
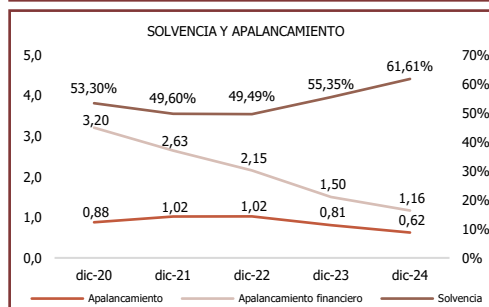
La expansión del negocio en los últimos años se ha financiado principalmente a través de recursos propios, reflejado en el comportamiento decreciente del apalancamiento financiero y en la tendencia creciente del patrimonio neto, esto impulsado por la mayor generación de resultados y la constante reinversión de utilidades, lo que a su vez ha tenido un impacto positivo sobre la solvencia patrimonial de la firma.

Siguiendo con esa línea, al cierre del ejercicio 2024, el patrimonio neto creció 20,51% desde Gs. 35.350 millones en Dic23 hasta Gs. 42.601 millones en Dic24, explicado por la variación positiva de cada uno de sus componentes. El capital integrado aumentó 23,26% desde Gs. 21.500 millones a Gs. 26.500 millones en ese mismo periodo, luego de la capitalización de una proporción de las utilidades del 2023, aprobada en la Asamblea General Ordinaria del 22 de abril de 2024.

Asimismo, las reservas se incrementaron 16,39% desde Gs. 3.965 millones en Dic23 hasta Gs. 4.615 millones en Dic24, a partir de la constitución de la reserva legal conforme a la normativa vigente. Esta situación, sumado a la mayor generación de utilidades, favoreció el aumento de la solvencia patrimonial desde 55,35% hasta 61,61%, lo que refleja tanto la fortaleza patrimonial de la compañía como su potencial de crecimiento.

Por su parte, la estructura del pasivo presenta una participación mayoritaria de la deuda financiera, cuyo saldo se redujo 10,03% desde Gs. 19.019 millones en Dic23 hasta Gs. 17.111 millones en Dic24, explicado por la amortización del capital correspondiente a la serie 2 del PEG G2 en el mes de noviembre de 2024. Con esto, el saldo de la deuda bursátil disminuyó 25,59%, pasando de Gs. 13.969 millones en Dic23 a Gs. 10.394 millones en Dic24.

En contraste, la deuda bancaria creció 33,01% desde Gs. 5.050 millones a Gs. 6.717 millones, al igual que la deuda comercial que cerró el último ejercicio en Gs. 5.388 millones. De esta forma, el pasivo total se contrajo 6,92%, pasando de Gs. 28.522 millones en Dic23 a Gs. 26.548 millones en Dic24, lo que favoreció a la reducción del apalancamiento desde 0,81 hasta 0,62, así como del apalancamiento financiero desde 1,50 a 1,16.



FLUJO DE CAJA PROYECTADO

FLUJO DE CAJA PROYECTADO						
En millones de guaraníes						
Ingresos y Egresos	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ingresos por lotes propios	19.848	20.245	20.649	21.062	21.484	21.913
Ingresos por lotes administrados	29.118	29.700	30.294	30.900	31.518	32.148
Administración de Loteamientos (cuotas imp.)	8.666	8.840	9.016	9.197	9.381	9.568
Comisiones por Admin. Lotes	9.138	9.320	9.507	9.697	9.891	10.089
Otros Ingresos	3.606	3.678	3.752	3.827	3.903	3.981
Ingresos Operativos	70.376	71.783	73.219	74.683	76.177	77.700
Pagos a proveedores y propietarios	38.548	39.319	40.105	40.907	41.725	42.560
Pagos a RRHH	11.016	11.236	11.461	11.690	11.924	12.162
Otros gastos	4.987	4.781	4.876	4.974	5.073	5.175
Egresos Operativos	-54.550	-55.335	-56.442	-57.571	-58.722	-59.897
FLUJO OPERATIVO	15.825	16.448	16.777	17.112	17.455	17.804
Egresos por Obras en lotes propios	7.887	8.500	8.670	8.843	9.020	9.201
Egresos por Obras en lotes administrados	1.209	1.200	1.224	1.248	1.273	1.299
Compra de Lotes	6.924	8.000	8.160	8.323	8.490	8.659
FLUJO DE INVERSION	-16.019	-17.700	-18.054	-18.415	-18.783	-19.159
Nueva deuda	14.781	15.000	13.000	12.000	12.000	13.000
Ingresos financieros	14.781	15.000	13.000	12.000	12.000	13.000
Amortización de bonos	3.783	3.619	2.136	1.969	1.574	1.650
Amortización de préstamos	4.523	2.441	1.506	325	0	0
Pagos nuevos préstamos	1.619	2.500	2.750	3.025	3.328	3.660
Pago de dividendos	5.178	5.282	5.387	5.495	5.605	5.717
Egresos financieros	-15.103	-13.841	-11.779	-10.813	-10.507	-11.027
FLUJO FINANCIERO	-322	1.159	1.221	1.187	1.493	1.973
FLUJO DE CAJA	-516	-93	-56	-116	165	618
Saldo Inicial	933	417	324	268	151	316
FLUJO FINAL ACUMULADO	417	324	268	151	316	934

Emsa ha presentado su flujo de caja proyectado para el periodo 2025-2030, el cual contempla la amortización completa de los programas de bonos vigentes. Los ingresos operativos presentan una tendencia positiva y creciente a lo largo del periodo proyectado, a una tasa de crecimiento promedio de 2% anual. Estos ingresos se componen principalmente de las ventas de lotes propios y administrados, aunque la participación de los ingresos por administración y comisiones reflejan una estructura de negocios diversificada, lo que disminuye los riesgos asociados a la concentración y dependencia en una sola fuente de ingresos.

En cuanto a los egresos operativos, estos se mantienen relativamente estables en proporción a los ingresos, aunque también presentan una tendencia creciente conforme a la evolución del negocio. Estos egresos se componen de los pagos a proveedores y propietarios, remuneraciones al personal (RRHH) y otros gastos administrativos e impositivos. A pesar de su comportamiento creciente, el flujo operativo neto es positivo en todo el periodo proyectado, oscilando entre Gs. 15.825 millones en 2025 y Gs. 17.804 millones en 2030, lo que refleja una adecuada generación de recursos a partir de sus actividades operativas.

Como parte de su estrategia de expansión, la firma proyecta seguir destinando recursos en obras en lotes propios y administrados, así como en la continua adquisición de nuevos lotes. En ese sentido, el monto total destinado a las inversiones crece desde Gs. 16.019 millones en 2025 a 19.159 millones en 2030, generando flujos de inversiones negativos durante todo el periodo. Si bien estas cifras representan salidas importantes de caja, también aumentan la capacidad de generación de ingresos futuros.

Con respecto al flujo financiero, se prevé una salida neta de Gs. 322 millones en 2025, sin embargo, a partir del 2026, el flujo se vuelve positivo, llegando a Gs. 1.973 millones en 2030. Este comportamiento está impulsado por la toma de nueva deuda bancaria y bursátil durante todos los años, lo que compensa la salida de efectivo generada por las amortizaciones de préstamos y bonos, además del continuo pago de dividendos. Esta estructura financiera permite reducir el riesgo de depender exclusivamente de los recursos generados a partir de sus actividades operativas.

El flujo de caja anual registra cifras negativas en los primeros años, debido principalmente a las fuertes inversiones. Sin embargo, a partir de 2029 se vuelve positivo, alcanzando Gs. 618 millones en 2030. Este cambio refleja una mejora en la generación de caja neta explicada a partir de ingresos operativos sólidos, control de egresos y financiamiento adecuado. Como resultado, el flujo final acumulado presenta un aumento desde Gs. 417 millones en 2025 hasta Gs. 934 millones, siendo este un escenario razonable considerando sus valores históricos.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

Programa de emisión global (PEG) G3	
Registro/Autorización de la SIV	Registro SIV N°: 143_11082023
Aprobación del Directorio	Acta N°. 194 del Directorio de EMSA, de fecha 15 de Junio de 2022
Tipo	Bonos
Denominación del Programa	G3
Moneda y Monto del programa	Gs. 12.000.000.000 (Guaraníes doce mil millones)
Plazos de Vencimiento	Se emitirán con un plazo de vencimiento de entre 1.095 días (3 años) a 1.825 días (5 años), y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada Serie
Destino de los Fondos	Entre 60% a 70% para la reestructuración de pasivos financieros (deuda bancaria y bursátil), 30% a 40% para capital de trabajo (compra de inmuebles e inversiones vinculadas al giro del negocio)
Rescate Anticipado	Conforme a lo establecido en la normativa vigente. El procedimiento y las condiciones para realizar los rescates deberán estar establecidos en las Actas de Emisión de cada Serie a ser emitida dentro del marco del presente programa
Garantía	Común
Agente Organizador y Colocador	CADIEM Casa de Bolsa S.A.
Representante de Obligacionistas	CADIEM Casa de Bolsa S.A.

EMSA Inmobiliaria S.A., a través del acta de Directorio N°. 194, de fecha 15 de Junio de 2022, autorizó la emisión de series de bonos, bajo el esquema de Programa de Emisión Global PEG G3, por un monto máximo de Gs. 12.000 millones, con un plazo de vencimiento de entre 3 a 5 años, con destino de fondos entre 60% a 70% para reestructuración de deudas financieras, así como entre 30% a 40% para capital de trabajo, a través de la compra de inmuebles e inversiones vinculadas al giro del negocio. La garantía es común, prevé rescate anticipado según normativa vigente y la firma CADIEM Casa de Bolsa S.A. fue designada como agente organizador y colocador, así como representante de obligacionistas.

Programa de Emisión Global PEG G3: Monto autorizado Gs. 12.000.000.000.-								
Registro SIV N°. 143_11082023 y BVA N°. 2.772/23								
Fecha	Serie	Emitido Gs.	Colocado Gs.	Pagado Gs.	Tasa anual	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente Gs.
07-nov-23	1	1.500.000.000	1.500.000.000	0	11,00%	06-nov-26	3,0	1.500.000.000
07-nov-23	2	1.500.000.000	1.500.000.000	0	11,15%	05-nov-27	4,0	1.500.000.000
07-nov-23	3	1.500.000.000	1.500.000.000	0	11,50%	03-nov-28	5,0	1.500.000.000
02-abr-25	4	1.500.000.000	1.500.000.000	0	9,85%	28-mar-29	4,0	1.500.000.000
02-abr-25	5	1.500.000.000	1.500.000.000	0	10,00%	27-mar-30	5,0	1.500.000.000
		7.500.000.000	7.500.000.000	0				7.500.000.000

A la fecha de la presente calificación se han colocado un total de 5 series bajo el PEG G3, de Gs. 1.500 millones cada una, con tasas de interés que varían entre el 9,85% y 11,50%. Los plazos de vencimientos se encuentran distribuidos de forma adecuada durante el periodo 2026-2030, alcanzando un total de Gs. 7.500 millones.

Este Programa de Emisión, junto con las emisiones vigentes y la deuda financiera total, fueron considerados para evaluar la capacidad de endeudamiento y la solvencia de EMSA Inmobiliaria S.A., de acuerdo con su situación financiera actual y con el Flujo de Caja Proyectado. De esta forma, se ha evaluado el impacto de estas emisiones de bonos, sobre los principales indicadores de Liquidez, Solvencia y Rentabilidad, a fin de determinar la importancia relativa del endeudamiento de la empresa, sobre la generación de utilidades y la sostenibilidad del negocio.

Como resultado del análisis y la proyección de distintos escenarios, se puede concluir que EMSA Inmobiliaria S.A. cuenta con suficiencia de margen para seguir apalancando el negocio, considerando que ha mantenido adecuados indicadores de gestión financiera y operativa en los últimos años, registrando niveles adecuados de solvencia, endeudamiento y liquidez al corte analizado. Aun así, destaca el recalcar los riesgos inherentes al negocio inmobiliario, con respecto a la dinámica de las cuotas.

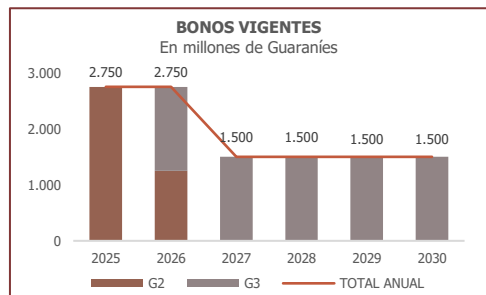
ANTECEDENTES DE EMISIONES ANTERIORES

EMSA Inmobiliaria se encuentra inscripto como emisor ante la Superintendencia de Valores por resolución N°. 36E/13 de fecha 25/07/2013 y ante la Bolsa de Valores de Asunción (BVA) por resolución BVPASA N°. 1.184/13 de fecha 07/08/2013. Cuenta con antecedentes de emisiones anteriores, siendo estos los programas de emisión general PEG G1 y G2 realizados en guaraníes y colocados a través del Sistema Electrónico de Negociación (SEN).

El G1 fue emitido en el año 2014 por un total de Gs. 3.800 millones, cuyo propósito fue la compra de inmuebles para loteamientos y desarrollo inmobiliario. Este programa ha sido amortizado en su totalidad en tiempo y forma. En el año 2021, se emitió el PEG G2 por un total de Gs. 6.500 millones, distribuidos en cinco series. A la fecha de la presente calificación, se encuentran vigentes las series 3 y 5, por Gs. 1.500 millones y Gs. 1.250 millones, respectivamente.

Por su parte, dentro del PEG G3, se han emitido hasta la fecha un total de 5 series de Gs. 1.500 millones cada una, con plazos de vencimientos que se distribuyen entre el 2025 y el 2030, evitando de esa forma la concentración de vencimientos en un solo periodo.

Programa	Año de Emisión	Monto Emitido y colocado	Pagado	Saldo Vigente
PEG G1	2.014	3.800.000.000	3.800.000.000	0
PEG G2	2.021	6.500.000.000	2.500.000.000	4.000.000.000
PEG G3	2.023	7.500.000.000	0	7.500.000.000
TOTAL DEUDA		17.800.000.000	6.300.000.000	11.500.000.000



CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADOS

En millones de guaraníes						
BALANCE GENERAL	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	Var%
ACTIVO	39.589	47.631	56.320	63.872	69.149	8,26%
Activo Corriente	25.785	27.215	36.619	34.806	49.063	40,96%
Disponibilidades	2.419	1.565	1.640	2.961	1.541	-47,96%
Inversiones temporales	4	4	5	5	9	80,00%
Créditos Netos CP	2.993	2.465	3.103	3.157	2.791	-11,59%
Inventarios	19.906	21.817	28.259	25.989	39.321	51,30%
Otros activos corrientes	463	1.364	3.612	2.694	5.401	100,48%
Activo no corriente	13.804	20.416	19.701	29.066	20.086	-30,90%
Bienes de uso	4.261	4.475	5.533	5.765	5.534	-4,01%
Créditos Netos LP	0	0	0	0	0	n/a
Activos disponibles para la venta	9.184	14.444	13.457	21.182	13.595	-35,82%
Otros activos no corrientes	359	1.497	711	2.119	957	-54,84%
PASIVO	18.488	24.007	28.449	28.522	26.548	-6,92%
Pasivo corriente	15.121	14.328	17.651	12.957	13.170	1,64%
Deuda comercial	5.064	6.251	7.837	5.086	5.388	5,94%
Deuda bancaria	7.772	4.110	5.041	3.868	3.744	-3,21%
Deuda bursátil	0	662	1.414	0	0	n/a
Deuda con terceros	0	0	0	0	0	n/a
Otras deudas	2.285	3.305	3.359	4.003	4.038	0,87%
Pasivo no corriente	3.367	9.679	10.798	15.565	13.378	-14,05%
Deuda comercial LP	0	0	0	0	0	n/a
Deuda bancaria LP	1.290	0	2.674	1.182	2.973	151,52%
Deuda bursátil LP	0	8.106	7.190	13.969	10.394	-25,59%
Deuda con terceros LP	0	100	0	0	0	n/a
Otras deudas LP	2.077	1.473	934	414	11	-97,34%
PATRIMONIO NETO	21.100	23.626	27.872	35.350	42.601	20,51%
Capital	13.000	15.500	18.000	21.500	26.500	23,26%
Aporte Irrevocable	0	0	0	0	0	n/a
Reservas	2.376	3.007	3.350	3.965	4.615	16,39%
Resultados Acumulados	0	0	0	0	0	n/a
Resultado del Ejercicio	5.724	5.119	6.522	9.885	11.486	16,20%
ESTADO DE RESULTADOS	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	Var%
Ventas	19.763	21.112	22.428	25.946	27.319	5,29%
Costos	-1.895	-2.823	-3.769	-4.110	-3.336	-18,83%
Utilidad bruta	17.868	18.289	18.659	21.836	23.983	9,83%
Gastos de Ventas	-3.409	-4.359	-3.552	-2.999	-3.648	21,64%
Gastos Administrativos	-2.935	-5.777	-6.501	-8.794	-10.334	17,51%
Utilidad operacional (EBITDA)	11.524	8.153	8.606	10.043	10.001	-0,42%
Previsiones	0	0	0	0	0	n/a
Depreciaciones y amortizaciones	-395	-443	-590	-716	-728	1,68%
Utilidad operacional neta (EBIT)	11.129	7.710	8.016	9.327	9.273	-0,58%
Gastos financieros	-407	-230	-456	-631	-752	19,18%
Utilidad ordinaria	10.722	7.480	7.560	8.696	8.521	-2,01%
Resultados no operativos	-4.202	-1.581	-40	2.555	4.409	72,56%
Utilidad antes de impuestos	6.520	5.899	7.520	11.251	12.930	14,92%
Impuesto a la renta	-796	-779	-998	-1.366	-1.444	5,71%
Utilidad del ejercicio	5.724	5.120	6.522	9.885	11.486	16,20%

PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

En millones de guaraníes y veces						
INDICADOR	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	Var%
CARTERA Y MOROSIDAD						
Cartera Bruta	3.078	2.550	3.188	3.473	3.142	-9,53%
Cartera Vencida (Judicial)	341	341	341	404	2.877	612,13%
Previsión de Cartera (Judicial)	85	85	85	316	351	11,08%
Cobertura de previsiones (Judicial)	24,93%	24,93%	24,93%	78,22%	12,20%	-84,40%
Morosidad (Judicial)	11,08%	13,37%	10,70%	11,63%	91,57%	687,15%
Morosidad (Judicial) respecto al patrimonio	1,62%	1,44%	1,22%	1,14%	6,75%	490,92%
Cartera/Activo	7,56%	5,18%	5,51%	4,94%	4,04%	-18,34%
Ventas/Cartera	6,60	8,56	7,23	8,22	9,79	19,10%
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	1,71	1,90	2,07	2,69	3,73	38,68%
Prueba Ácida	0,39	0,38	0,47	0,68	0,74	8,70%
Ratio de Efectividad	16,02%	10,95%	9,32%	22,89%	11,77%	-48,59%
Índice de capital de trabajo	26,94%	27,06%	33,68%	34,21%	51,91%	51,74%
Dependencia de Inventario	48,75%	47,18%	45,66%	26,30%	22,45%	-14,61%
Deuda Financiera/Activo	22,89%	27,25%	28,98%	29,78%	24,75%	-16,90%
GESTIÓN						
Rotación de cartera	8,54	7,50	7,82	7,79	8,26	6,02%
Rotación de Inventario	0,10	0,14	0,15	0,15	0,10	-32,58%
Periodo Promedio de Cobro	43	49	47	47	44	-5,68%
Periodo Promedio de Pago	962	797	749	445	581	30,52%
Ciclo operacional	3.528	2.746	2.471	2.456	3.617	47,29%
Apalancamiento Operativo	1,61	2,37	2,33	2,34	2,59	10,47%
Ventas/Activo	49,92%	44,32%	39,82%	40,62%	39,51%	-2,74%
ENDEUDAMIENTO						
Solvencia	53,30%	49,60%	49,49%	55,35%	61,61%	11,32%
Endeudamiento	46,70%	50,40%	50,51%	44,65%	38,39%	-14,02%
Cobertura de las Obligaciones	76,21%	56,90%	48,76%	77,51%	75,94%	-2,03%
Apalancamiento	0,88	1,02	1,02	0,81	0,62	-22,76%
Apalancamiento financiero	3,20	2,63	2,15	1,50	1,16	-22,28%
Cobertura de Gastos Financieros	28,31	35,45	18,87	15,92	13,30	-16,44%
Deuda/EBITDA	1,60	2,94	3,31	2,84	2,65	-6,53%
Deuda/Ventas	0,94	1,14	1,27	1,10	0,97	-11,60%
RENTABILIDAD						
ROA	14,46%	10,75%	11,58%	15,48%	16,61%	7,33%
ROE	37,23%	27,67%	30,55%	38,82%	36,91%	-4,90%
Margen Bruto	90,41%	86,63%	83,20%	84,16%	87,79%	4,31%
Margen Operacional	58,31%	38,62%	38,37%	38,71%	36,61%	-5,42%
Margen Neto	28,96%	24,25%	29,08%	38,10%	42,04%	10,36%
Eficiencia Operativa	64,50%	44,58%	46,12%	45,99%	41,70%	-9,33%
Costo de Mercaderías/Ventas	9,59%	13,37%	16,80%	15,84%	12,21%	-22,91%
Costo Operativo/Ventas	32,10%	48,01%	44,82%	45,45%	51,18%	12,60%
Costo Operacional/Utilidad Bruta	35,50%	55,42%	53,88%	54,01%	58,30%	7,95%
Gastos Admin/Utilidad Bruta	16,43%	31,59%	34,84%	40,27%	43,09%	6,99%

ANEXO

NOTA: El informe fue preparado con base en los estados contables anuales desde diciembre del 2020 al 2024, así como el flujo de caja proyectado actualizado por la compañía para los siguientes años. Estas informaciones han permitido el análisis de la trayectoria de los indicadores cuantitativos, sumado a la evaluación de los antecedentes e informaciones complementarias relacionadas a la gestión de la firma, las cuales han sido consideradas como representativas y suficientes dentro del proceso de calificación.

La calificación del Programa de Emisión Global G3 de EMSA INMOBILIARIA S.A. se ha sometido al proceso de calificación en cumplimiento a los requisitos del marco normativo, y en virtud de lo que establece la Ley N.º 3.899/09 y de la Resolución CNV CG N° 35/23 de la Superintendencia de Valores, así como a los procedimientos normales de calificación.

INFORMACIÓN RESUMIDA EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN:

1. Estados financieros y contables para los periodos anuales del 2020 al 2024.
2. Composición y plazos de vencimiento de la cartera de créditos.
3. Política comercial y esquema de financiamiento a clientes.
4. Políticas y procedimientos de créditos y cobranzas.
5. Detalles de composición y evolución de inventarios.
6. Estructura de financiamiento, detalles de sus pasivos.
7. Composición y participación accionaria de la emisora, vinculación con otras empresas.
8. Composición de Directorio y análisis de la propiedad.
9. Antecedentes de la empresa e informaciones generales de las operaciones.
10. Flujo de caja proyectado, con sus respectivos escenarios y supuestos.
11. Prospectos del Programa de Emisión Global G3 y complementarios de las series emitidas.

LOS PROCEDIMIENTOS SE REFIEREN AL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

1. Los estados contables y financieros históricos con el propósito de evaluar la capacidad de pago de la emisora de sus compromisos en tiempo y forma.
2. La cartera de créditos y calidad de activos para medir la gestión crediticia (morosidad y siniestralidad de cartera).
3. Estructura del pasivo, para determinar la situación de los compromisos y características de fondeo.
4. Gestión administrativa y aspectos cualitativos que reflejen la idoneidad de su desempeño, así como de la proyección de sus planes de negocios.
5. Flujo de caja proyectado coincidente con el tiempo de emisión, a fin de evaluar la calidad de los supuestos y el escenario previsto para los próximos años.
6. Desempeño histórico de la emisora respecto a temas comerciales, financieros y bursátiles.
7. Entorno económico y del segmento de mercado.
8. Características y estructuración de la emisión de bonos bajo el PEG G3.

La emisión de la calificación del Programa de Emisión Global **PEG G3** de **EMSA INMOBILIARIA S.A.** se realiza conforme a lo dispuesto en la Ley N° 3.899/09 y la Resolución CNV CG N° 35/23.

Fecha de calificación: 20 de Junio de 2025

Fecha de Publicación: 23 de Junio de 2025

Corte de Calificación: 31 de Diciembre de 2024

Calificadora: **Solventa&Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos**
Edificio Atrium 3er. Piso | Dr. Francisco Morra esq. Guido Spano |
Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209 | E-mail: info@syr.com.py

EMSA INMOBILIARIA S.A.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL PEG G3	<i>pyA-</i>	Fuerte (+)
A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.		

NOTA: “La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión y su emisor”.

Las categorías y sus significados se encuentran en concordancia con lo establecido en la Resolución CNV CG N° 35/23 de la Superintendencia de Valores, disponibles en nuestra página web en internet.

La metodología y los procedimientos de calificación de riesgo se encuentran establecidos en los manuales de Solventa&Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos, disponibles en nuestra página web.

Esta calificación de riesgos no es una medida exacta sobre la probabilidad de incumplimiento de deudas, ya que no se garantiza la calidad crediticia del deudor.

Solventa&Riskmétrica S.A. incorpora en sus procedimientos el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. El fundamento para la asignación del signo a la calificación final de la Solvencia está incorporado en el análisis global del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud de su exposición a los distintos factores y de conformidad con metodologías de calificación de riesgo.

La calificación no constituye una auditoría externa, ni un proceso de debida diligencia, y se basó exclusivamente en información pública y en la provisión de datos por parte de EMSA INMOBILIARIA S.A., por lo cual SOLVENTA&RISKMÉTRICA no garantiza la veracidad de dichos datos ni se hace responsable por errores u omisiones que los mismos pudieran contener. Asimismo, está basada en los Estados Económicos, Patrimoniales y Financieros auditados al 31 de Diciembre de 2024 por la firma Russell Bedford Paraguay.

Más información sobre esta calificación en:

www.syr.com.py

Calificación aprobada por: Comité de Calificación Solventa & Riskmétrica S.A.	Informe elaborado por: Econ. Luis Espinola Analista de Riesgos lespinola@syr.com.py
---	--