

TERRAVAZ S.A.E.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: USD3

MONTO MÁXIMO: USD 3.000.000

REGISTRO SIV N°: PEG_15_31072025

PEG USD3	DIC-2024	DIC-2025
CATEGORÍA	pyBBB-	pyBBB
TENDENCIA	Estable	Estable

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

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

Solventa&Riskmétrica mejora la calificación a **pyBBB** con tendencia **Estable** para el Programa de Emisión Global **PEG USD3** de **TERRAVAZ SAE (Radice SAECA)**, con fecha de corte al 31 de Diciembre de 2025, fundamentada en el fortalecimiento patrimonial con el mantenimiento de adecuados niveles de capital y reservas, mediante la participación de su accionista y controlador, el Grupo Vázquez S.A.E., generando una sinergia con su grupo económico, así como una nueva dirección estratégica del negocio, lo que ha derivado en el crecimiento de sus ventas y márgenes de utilidad en el 2025.

En contrapartida, la calificación considera la persistencia de ratios de endeudamiento y apalancamiento financiero significativos, derivados de la estructura de capital donde el financiamiento de las inversiones inmobiliarias de la empresa se canalizaron a través de la emisión de bonos bursátiles y pasivos con terceros, aunque dicha configuración responde a la naturaleza de su modelo de negocio, cuyos activos principales se estructuran mediante derechos fiduciarios que respaldan directamente la construcción y el desarrollo de proyectos inmobiliarios de gran envergadura en la ciudad de Encarnación.

En el 2025, el capital social de la empresa aumentó desde Gs. 2.300 millones a Gs. 30.000 millones, con los aportes realizados por su accionista mayoritario, manteniendo un elevado volumen de reservas de revalúo técnico por Gs. 35.669 millones, representando el 45,72% del patrimonio neto de Gs. 78.022 millones. Asimismo, el activo creció 9,57% hasta Gs. 283.362 millones, debido principalmente al aumento de las cuentas por cobrar al Fideicomiso, lo que tuvo su contrapartida en el aumento de la deuda con terceros, derivando en el incremento de 12,43% del pasivo hasta Gs. 205.340 millones.

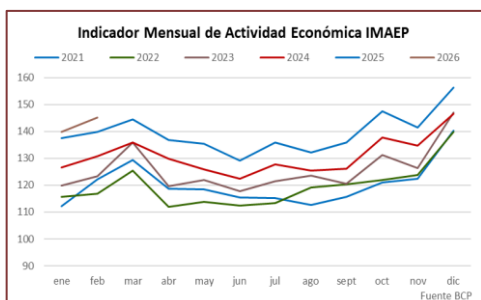
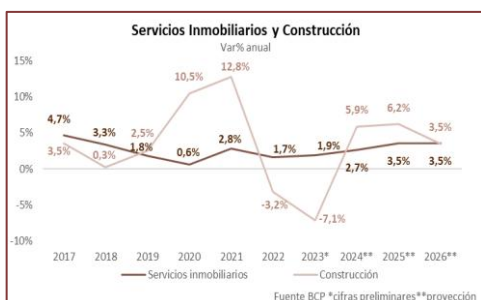
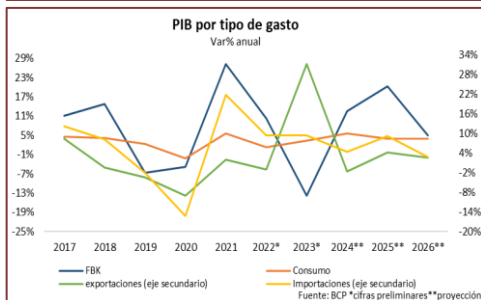
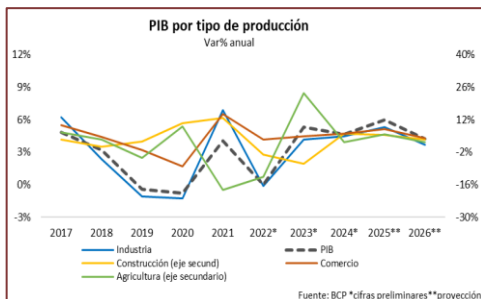
De esta forma, los indicadores de la estructura financiera se mantuvieron en niveles razonables, registrando un ratio de solvencia patrimonial (PN/Activo) de 27,53% y un apalancamiento (Pasivo/PN) de 2,63x, aunque por otro lado la deuda respecto al Ebitda y las ventas se mantuvieron en niveles de 16,98x y 14,30x, respectivamente. Sin embargo, los indicadores de cobertura de la deuda y de los gastos financieros han mejorado, alcanzando niveles adecuados de 2,0x y 1,22x respectivamente.

La posición de liquidez refleja niveles ajustados, con una liquidez corriente de 1,34x, un capital de trabajo de 0,72% y un ratio de efectivo de 7,18%, condición inherente a la elevada concentración de volumen de las inversiones fiduciarias de largo plazo con respecto al capital operativo de la empresa y consecuente con la etapa actual del negocio, donde la generación operativa avanza progresivamente frente al nivel de las obras en ejecución. Con esto, flujos de caja operativos netos se mantienen ajustados, con un comportamiento previsible y en línea con las proyecciones financieras de la empresa.

Finalmente, en el 2025 las ventas aumentaron 37,27% hasta Gs. 14.361 millones, generando el incremento de 36,11% del Ebitda hasta Gs. 12.092 millones, lo que ha compensado el costo financiero de la deuda de Gs. 9.878 millones, derivando en el leve aumento de 0,89% de la utilidad neta hasta Gs. 2.049 millones. En consecuencia, el margen neto fue de 8,87% y el ROE de 2,70%, siendo niveles razonables para la etapa de crecimiento y desarrollo en que se encuentran las obras inmobiliarias de la empresa.

TENDENCIA	FORTALEZAS	RIESGOS
La tendencia Estable refleja las adecuadas expectativas sobre la situación general de Terravaz S.A.E., considerando la evolución de sus ventas y resultados con el fortalecimiento del patrimonio, sumado a los cambios en la dirección del negocio y la incorporación del Grupo Vázquez S.A.E. como accionista controlador.	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento de la solvencia patrimonial a partir de nuevos aportes de capital. • Incremento de las ventas con mayores márgenes de utilidad. • Crecimiento continuo del negocio a través de las inversiones inmobiliarias con importantes obras en ejecución. 	<ul style="list-style-type: none"> • Nivel de apalancamiento financiero significativo respecto al Ebitda y las ventas netas. • Flujo de caja operativo acotado, con márgenes ajustados de capital de trabajo y activos líquidos. • Moderada rentabilidad relativa respecto al patrimonio y a los ingresos generados.

ECONOMÍA E INDUSTRIA



La economía del país mostró un comportamiento variable durante la última década, ya que el PIB presentó una desaceleración entre los años 2018 y 2019, seguido de una contracción más profunda en 2020 debido a la pandemia del COVID-19, y la consecuente caída de la industria, del comercio, y de los servicios, al tiempo que la agricultura presentó una elevada volatilidad.

En contraste, en 2021 registró un fuerte rebote impulsado por el efecto postpandemia, la recuperación industrial y la reactivación comercial, que permitió una corrección parcial. Para el 2022, el crecimiento fue moderado, marcado por una contracción relevante del sector agrícola y un desempeño más contenido de los sectores no primarios.

Según cifras preliminares del BCP, en 2025 el PIB creció a una tasa cercana al 4%, lo cual se sustentó en el crecimiento de la industria en un 6% y en una agricultura que, tras el crecimiento excepcional del 23,4% en 2023, se normalizó hacia una tasa del 3,7%. Asimismo, la construcción y el comercio acompañaron este escenario con una recuperación moderada, dejando atrás las tasas negativas, lo que coincidió con un crecimiento más equilibrado en 2025.

Desde el enfoque del gasto, se observó una transición desde la volatilidad hacia una fase de solidez en la inversión. En ese sentido, la Formación Bruta de Capital alcanzó un crecimiento cercano al 20% en 2025, tras la contracción de -13,9% en 2023, acompañado por las importaciones, con picos superiores al 30% en los años postpandemia. Por su parte, el consumo de los hogares se mantuvo como el componente más estable de la demanda, con un crecimiento sostenido en torno al 4,5% interanual, actuando como un pilar del crecimiento interno.

En el análisis trimestral, a finales de 2021 y mediados de 2022, las importaciones registraron picos del 49,1% y 35,5% interanual como efecto de la reapertura económica. En tanto que el consumo de los hogares mantuvo una trayectoria estable entre el 4% y el 5%, lo cual compensó la irregularidad del consumo público, cuenta que experimentó contracciones de hasta el -5,6% en el segundo trimestre de 2022. Hacia el cierre de 2024 y durante 2025, las cifras preliminares presentaron una mayor estabilidad, con una moderación de las importaciones y la consolidación del consumo privado.

En paralelo, la industria y la construcción alcanzaron techos históricos de crecimiento en el segundo trimestre de 2021 con tasa del 16,5% y 34,67%, respectivamente y superaron las fases de contracción de 2022 y 2023, provocadas por el endurecimiento de políticas monetarias y el fin del auge de obras públicas. Al tercer trimestre del 2025, la industria creció cerca del 7,4%, al tiempo que la construcción creció 3,4%.

A partir de estas consideraciones, las cifras preliminares del PIB para 2025 se ajustaron al alza, al pasar de 4,7% a 6,0%, impulsado por el sector terciario, que subió de 5,3% a 6,1%, gracias al comercio (8,0%) y otros servicios (6,1%). El sector secundario también creció más de lo previsto (6,2%), apoyado por la manufactura (5,3%) y el rubro de electricidad y agua (9,4%), mientras que el sector primario se ajustó levemente al 5,3%. Por el lado del gasto, las exportaciones (4,2%) e importaciones (9,2%) superaron las expectativas, lo que contrastó con la caída del consumo público (-1,0%) y una inversión fija menor a la proyectada (14,5%). Con esto, el PIB (excluyendo agricultura y binacionales) se ubicó en 6,1%.

En un contexto de fluctuaciones cíclicas, el sector de servicios inmobiliarios consolidó su tendencia al alza al cierre de 2025 con un incremento de 3,5%, que superó las tasas registradas en 2023 (1,9%) y 2024 (2,7%). Según las proyecciones del BCP, se estima que este sector mantendrá este dinamismo en 2026, con una expansión proyectada nuevamente en el 3,5%. Por su parte, el sector de la construcción también mostró un incremento al alcanzar una tasa del 6,2% en 2025, cifra que se sitúa por encima del 5,9% registrado en 2024.

Esta evolución sectorial se alinea con el comportamiento del Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP) en 2025, que refleja el mayor dinamismo de la economía real al mantenerse por encima de los niveles del año anterior. De este modo, el IMAEP cerró el 2025 con un valor promedio de 139 puntos, frente a los 131 reportados en 2024, mientras que en el primer bimestre de 2026 el indicador ha arrojado un promedio de 142 puntos, confirmando la continuidad de la trayectoria ascendente registrada hasta el momento.

PERFIL DE NEGOCIOS

ACTIVIDAD COMERCIAL Y POSICIONAMIENTO

Empresa del Grupo Vázquez dedicada al sector inmobiliario y de la construcción, responsable del desarrollo del primer centro comercial, corporativo y de entretenimiento en la ciudad de Encarnación

La empresa fue constituida el 28 de agosto de 2018 bajo la denominación de Radice, con operaciones enfocadas en negocios inmobiliarios tradicionales, como compraventa de propiedades, loteamientos y proyectos de urbanización. En 2025, la firma adoptó la denominación Terravaz S.A.E. como parte de un cambio estratégico orientado al desarrollo de proyectos de mayor escala, redefiniendo su enfoque hacia la gestión de activos complejos, el sector retail y la generación de experiencias, en línea con la visión de Grupo Vázquez.

La evolución de la sociedad estuvo acompañada por sucesivos aportes de capital y por la obtención de las autorizaciones de la Superintendencia de Valores (SIV) y de la Bolsa de Valores de Asunción (BVA) para operar como emisor bursátil. Actualmente, la actividad principal se concentra en la estructuración, desarrollo y gestión de proyectos de inversión inmobiliaria, siendo su principal activo el Fideicomiso Shopping Costanera, un complejo de usos mixtos ubicado en la ciudad de Encarnación.

Según la última tasación realizada en febrero de 2026 por el Arq. Raúl A. Böttger, el terreno y las construcciones transferidas al Fideicomiso Shopping Costanera alcanzaron un valor de mercado de Gs. 498.050 millones y un valor de venta rápida de Gs. 398.440 millones. Dicha valoración se determinó mediante metodologías diferenciadas según el tipo de activo: para el terreno se aplicó el método directo de comparación de mercado con inmuebles aledaños, mientras que para las construcciones se utilizó el método de reposición a precios vigentes, ajustado por depreciación analítica bajo el criterio de Ross-Heidecke. Cabe destacar que el informe técnico toma como referencia de consistencia una tasación previa efectuada por el Grupo Zelada Fischer en Dic25 y respaldó la solidez de los valores adoptados para la garantía hipotecaria de Zeta Banco S.A.E.C.A.

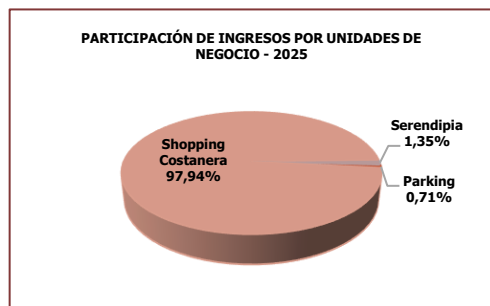
La sociedad opera a través de tres unidades principales en la ciudad de Encarnación. La primera corresponde a Costanera Shopping, un complejo de usos mixtos ubicado frente a la Playa San José, con una infraestructura de cinco niveles y aproximadamente 10.000 m² de Área Bruta Locativa (ABL). El centro cuenta con un mix comercial compuesto de marcas nacionales e internacionales, un circuito de góndolas, cuatro salas de cine y un gimnasio de más de 1.000 m².

La segunda unidad corresponde al Executive Center Office, un edificio corporativo de ocho niveles orientado al segmento empresarial, que incluye oficinas y un rooftop panorámico con vistas a la costanera y al río Paraná, destinado principalmente a eventos corporativos. El ecosistema comercial se complementa con Parking Costanera, un edificio de estacionamiento con capacidad para 228 vehículos, destinado a los usuarios del shopping y de las oficinas corporativas.

Durante el año 2025, Terravaz S.A.E. posicionó al Complejo Costanera como un punto relevante para eventos internacionales en Encarnación, al albergar actividades vinculadas al IRONMAN y al Campeonato Mundial de Rally (WRC). Asimismo, el complejo fue sede de más de 60 eventos y 35 activaciones comerciales realizadas en conjunto con más de 20 marcas aliadas.

En paralelo, la gestión comercial permitió alcanzar una ocupación del 93% del Área Bruta Locativa (ABL), mediante la incorporación de 24 nuevas marcas y la firma de 22 contratos. Esto contribuyó a sostener un flujo promedio de 135.000 visitantes mensuales. Además, la integración tecnológica con el ecosistema de Grupo Vázquez permitió incorporar plataformas de acceso seguro, herramientas de análisis de tráfico y medios de pago digitales.

En el ámbito social, la sociedad implementó el proyecto "Horario Sensorial Inclusivo" en alianza con Tekopark, mediante la adecuación de horarios con menor estímulo lumínico y auditivo, además de señaléticas con pictogramas, con el objetivo de brindar un entorno más accesible para niños con Trastorno del Espectro Autista (TEA) y otros trastornos del neurodesarrollo.



Al cierre del ejercicio 2025, los ingresos estuvieron impulsados principalmente por la unidad de Shopping Costanera, que incluye alquileres, fondos de promoción, expensas y servicios básicos, con una participación del 97,94% sobre el total.

El desempeño operativo reflejó una expansión de los espacios locativos comerciales. Al cierre de 2025, la sociedad registró 54 locales activos, frente a las 37 unidades registradas en 2023 y 2024. En línea con ello, la superficie arrendada aumentó 87,35%, de 4.433,99 m² en 2024 a 7.535,35 m² en 2025.

Por su parte, la división Executive Center Office (ECO) mostró una mejora en sus niveles de ocupación. Al cierre de 2025, las oficinas ocupadas ascendieron a 65 unidades, quedando disponibles solo siete oficinas. Esto representó una mejora frente a las 23 y 20 oficinas desocupadas registradas al cierre de 2023 y 2024, respectivamente.

En cuanto al Plan Estratégico, la sociedad concluyó la elaboración de su Presupuesto Estratégico para el ejercicio 2026, el cual contempla proyecciones de ingresos, egresos, inversiones y necesidades de financiamiento. Entre los principales objetivos se encuentran alcanzar un margen EBITDA elevado, incrementar en más del 80% las ventas de los locales

comerciales y aumentar en más del 80% los ingresos operativos del Shopping. A la fecha del informe, el plan se encontraba en etapa de ejecución y sujeto a procesos internos de control y seguimiento.

ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Estructura accionaria con cambios relevantes, con control concentrado en Grupo Vázquez S.A.E., con una participación en la dirección junto con el soporte de profesionales especializados para el desarrollo del negocio

PLANA ACCIONARIA 2025				
ACCIONISTAS	Cant. de Acciones	Monto Integrado	% Particip. en capital	Cant. de Votos
Grupo Vázquez S.A.E.	6	600.000.000	2,00%	6
Sergio Miguel Studenko	2	200.000.000	0,67%	2
Rumani S.R.L.	2	200.000.000	0,67%	2
Acciones Ordinarias Voto Simple	10	1.000.000.000	3,33%	10
Grupo Vázquez S.A.E.	286	28.600.000.000	95,33%	1.430
Sergio Miguel Studenko	2	200.000.000	0,67%	10
Rumani S.R.L.	2	200.000.000	0,67%	10
Acciones Ordinarias Voto Múltiple	290	29.000.000.000	96,67%	1.450
Total Acciones Ord.	300	30.000.000.000	100,0%	1.460
Total Acciones Emitidas	300	30.000.000.000	100,0%	1.460

En 2024, la propiedad de Terravaz S.A.E. se encontraba distribuida entre sus socios fundadores sobre un capital integrado de Gs. 2.300 millones, complementado por aportes para futuras capitalizaciones por Gs. 35.088 millones, principalmente tras el ingreso inicial de Grupo Vázquez S.A.E.

Al cierre de Dic25, la sociedad registró un importante cambio en su estructura patrimonial y accionaria. El capital emitido e integrado aumentó a Gs. 30.000 millones, representado por 300 acciones. Este incremento se produjo a partir de la formalización de compromisos previos, la capitalización de parte de los aportes irrevocables acumulados y la retención de utilidades, conforme a lo establecido en el Acta de Asamblea N.º 19 del 10 de abril de 2025.

Bajo esta nueva estructura, Grupo Vázquez S.A.E. pasó a ejercer el control mayoritario de la sociedad, concentrando el 96,00% del capital social (compuesto por 6 acciones de voto simple y 286 acciones de voto múltiple) y representó el 98,36% del total de votos. Por su parte, los accionistas minoritarios Sergio Miguel Studenko y Rumani S.R.L. redujeron su participación al 0,67% del capital cada uno, con 12 votos, equivalentes al 0,82% del total.

En línea con esta nueva composición accionaria, el Directorio fue renovado al cierre de 2025. Los socios fundadores Horacio Biga y Carlos Soler dejaron de integrar la mesa directiva y se redefinieron los cargos de conducción de la sociedad. La composición del Directorio y del órgano de fiscalización quedó conformada por Marcelo Cardozo como presidente, Bernardo Algorta como vicepresidente y Ruth Ramírez Lezcano como directora titular. En el ámbito de control, Miguel Almada ejerció el cargo de síndico titular y Cesar Astigarraga el de síndico suplente.

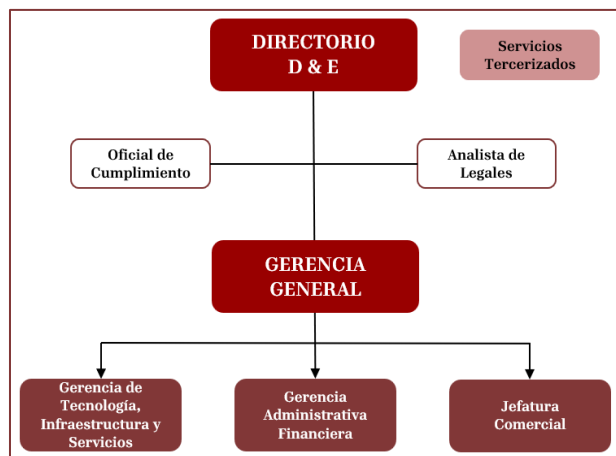
La plana ejecutiva correspondiente al ejercicio 2025 estuvo integrada por profesionales con amplia trayectoria. La Gerencia General estuvo a cargo de Cecilia María Domínguez Elizeche, la Gerencia Administrativa y Financiera fue liderada por Sonia Martina Cocian González y la Gerencia de Operaciones estuvo a cargo de Omar Gustavo Kisser Pioch. Al cierre de Dic25, la estructura organizacional estuvo compuesta por 48 colaboradores, de los cuales el 23% correspondió a mujeres y el 77% a hombres.

El organigrama institucional presentó una estructura jerárquica encabezada por el Directorio, responsable de definir los lineamientos estratégicos de la sociedad. La ejecución operativa dependió de la Gerencia General, que contó con el apoyo de un Oficial de Cumplimiento, un Analista Legal y servicios tercerizados. A su vez, la gestión operativa se organizó en tres áreas principales: la Gerencia de Tecnología, Infraestructura y Servicios, la Gerencia Administrativa Financiera y la Jefatura Comercial, todas dependientes de la Gerencia General.

El gobierno corporativo se estructuró mediante un Directorio compuesto por cinco miembros designados por la Asamblea General de Accionistas, responsables de administrar la sociedad conforme a las disposiciones legales y estatutarias vigentes. Además, la estructura de gobernanza incluyó tres comités con reuniones periódicas o convocadas según necesidad.

El Comité de Estrategia Comercial se enfocó en el análisis de mercado y en la definición de metas de posicionamiento; el Comité de Gestión de Proyectos tuvo a su cargo el seguimiento de obras, presupuestos y proyectos en ejecución; mientras que el Comité de Asuntos Financieros se encargó de las políticas vinculadas a liquidez, solvencia, endeudamiento y estructura de capital, además de coordinar lineamientos alineados con Grupo Vázquez tras su incorporación como accionista mayoritario.

DIRECTORIO - 2025	
CARGO	NOMBRE Y APELLIDO
Presidente	Marcelo Cardozo
Vicepresidente	Bernardo Algorta
Director Titular	Ruth Ramírez Lezcano
Síndico Titular	Miguel Almada
Síndico Suplente	Cesar Astigarraga



GESTIÓN OPERATIVA DEL NEGOCIO

Estructura operativa alineada al modelo de negocio inmobiliario y de la construcción, complementada con el soporte transversal y la sinergia del Grupo Vázquez

En términos de gestión operativa, si bien la empresa no cuenta con manuales y políticas, se implementan procesos de control y gestión de los riesgos de liquidez y operativos. En materia de liquidez, el control se sustentó en el monitoreo permanente de pasivos, cuentas por cobrar y proyecciones de ingresos futuros. Además, la sociedad realizó estimaciones semanales y mensuales de ingresos y egresos, junto con un seguimiento diario de la posición de liquidez, con el objetivo de anticipar posibles descalces financieros y contingencias.

Respecto al riesgo operativo, la empresa utilizó manuales de procesos estándar del sector y mecanismos de control aplicados a las operaciones diarias para reducir la probabilidad de fallas operativas. Estas prácticas estuvieron respaldadas por la estructura transversal de Grupo Vázquez, que brindó soporte estratégico y herramientas de gestión a las empresas vinculadas.

Para respaldar la continuidad de sus operaciones y mitigar la exposición a riesgos operativos y patrimoniales, la sociedad mantiene un programa estructurado de pólizas de seguros contratadas en el mercado local con vigencia hasta el ejercicio 2026. El esquema de cobertura principal protege los activos y la infraestructura frente a siniestros de gran envergadura mediante una póliza de incendio, complementada por una cobertura específica para cristales, vidrios y espejos. Adicionalmente, incorpora coberturas de responsabilidad civil comprensiva, garantizando solvencia y protección financiera ante eventuales reclamos de terceros o contingencias operativas derivadas de la explotación de sus complejos.

Durante el ejercicio 2025, la unidad de negocio registró un crecimiento operativo impulsado principalmente por el aumento de las ventas de los locales comerciales respecto al año anterior, lo que favoreció la facturación y los ingresos anuales. Este desempeño estuvo asociado a la implementación de nuevas estrategias comerciales en el Shopping, entre ellas la incorporación de valores mínimos de alquiler para locales que anteriormente operaban bajo un esquema exclusivamente variable. Esta medida permitió mejorar la previsibilidad de los ingresos y optimizar la facturación.

Asimismo, aplicó un ajuste de 2 USD por m² en el concepto de expensas y aumentó la recaudación destinada a cubrir gastos operativos. El flujo de visitantes y compradores también mostró un incremento gracias a acciones continuas de marketing y publicidad, sumadas a la incorporación de nuevas marcas comerciales que fortalecieron el atractivo del complejo.

Cabe señalar que una parte importante de las ventas de las distintas unidades de negocio se realizó bajo modalidad de crédito. En el caso de Shopping Costanera, las facturas a locatarios se emitieron con un plazo de 30 días y bajo dos modalidades. Para contratos de alquiler fijo, la facturación se realizó por adelantado al inicio de cada mes, mientras que en contratos variables se emitió al cierre del mes, una vez relevadas las ventas necesarias para el cálculo correspondiente. Por otro lado, la unidad Parking Costanera operó exclusivamente bajo modalidad contado, efectuándose el cobro antes de la salida del vehículo.

En cuanto a la política de cobranzas, la sociedad mantuvo como objetivo principal conservar la cartera vencida por debajo de los 60 días. Para ello, aplicó acciones de seguimiento y reclamo desde las primeras etapas de mora, además de controles permanentes sobre la cartera vigente y vencida.

El ambiente de control interno estuvo respaldado por el área de Auditoría y Control Interno del Grupo Vázquez, que operó de manera transversal para las empresas vinculadas. Esta estructura incluyó funciones de auditoría interna en los ámbitos contable e impositivo, además de un área especializada en auditoría de cumplimiento legal, normativo y de Prevención de Lavado de Dinero (PLD). A su vez, estos controles fueron complementados periódicamente mediante revisiones realizadas por auditorías externas independientes.

La sociedad priorizó la prevención del Lavado de Activos, Financiamiento del Terrorismo, corrupción y otros delitos relacionados, mediante un enfoque basado en riesgos y en la mejora continua de sus procesos internos. La estructura estuvo encabezada por el Comité de Cumplimiento, encargado de analizar los riesgos propios de la empresa y del sector inmobiliario y retail, con apoyo operativo del Oficial de Cumplimiento.

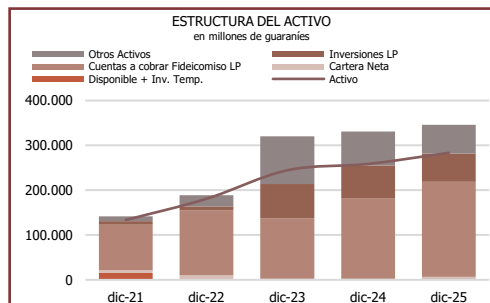
En el ámbito tecnológico, la empresa contó con notebooks provistas por ITTI, configuradas con accesos individuales por colaborador y autenticación de doble factor (2FA). La infraestructura tecnológica estuvo compuesta por tres servidores virtuales alojados en el Data Center de Shopping Costanera y administrados bajo el entorno Proxmox.

El primero estuvo destinado al sistema de audio y ambientación sonora mediante el software Siera Electronics; el segundo, al monitoreo y seguridad mediante administración de cámaras y control de acceso biométrico; y el tercero, al control de asistencia del personal. Los dos últimos operaron sobre la plataforma Hikcentral Professional. En materia de seguridad informática, al cierre de 2025 la sociedad aún no contaba con un plan de contingencia ni con esquemas de alta disponibilidad implementados.

SITUACIÓN FINANCIERA

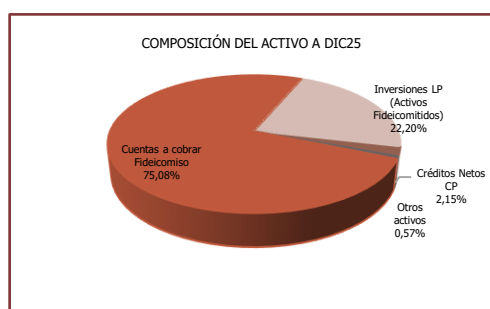
ESTRUCTURA Y CALIDAD DE ACTIVOS

Significativa participación de las cuentas a cobrar cedidas al Fideicomiso dentro de la estructura del activo, vinculadas al desarrollo y financiamiento del proyecto inmobiliario



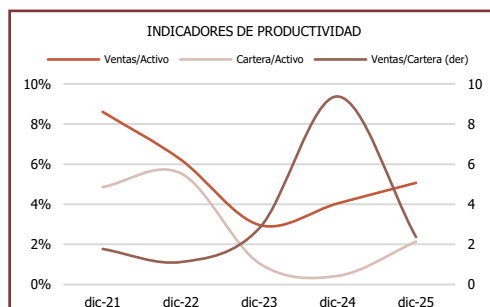
La empresa registró un aumento de 9,57% en sus activos totales, los cuales pasaron de Gs. 258.617 millones en Dic24 a Gs. 283.362 millones en Dic25, manteniendo así la tendencia de crecimiento registrada de los últimos dos años. Este incremento estuvo impulsado principalmente por las cuentas a cobrar cedidas al Fideicomiso, que aumentaron 17,63%, al pasar de Gs. 180.298 millones a Gs. 212.082 millones, ubicándose en su totalidad en el largo plazo y representando el 75,08% del activo total.

Estas cuentas por cobrar representan flujos futuros provenientes del alquiler de locales comerciales y de la venta de oficinas corporativas del Shopping Costanera. En el marco del Contrato de Fideicomiso de Garantía, dichos fondos deberán destinarse al pago de obligaciones financieras, tenedores de bonos y acreedores inversionistas, además de financiar la construcción y culminación del proyecto inmobiliario.



Asimismo, las cuentas a cobrar devengada (registradas como créditos netos a corto plazo) aumentaron 443,19%, de Gs. 1.116 millones en Dic24 a Gs. 6.062 millones en Dic25, provenientes del alquiler de locales y oficinas ya vencidas. En cuanto a la calidad de los activos, la cartera vencida superior a 60 días registró un incremento de 6,11 veces, al pasar desde Gs. 717 millones en Dic24 hasta Gs. 5.098 millones en Dic25.

Dado que la firma no cuenta con previsiones constituidas, el indicador de cartera sobre activos totales subió de 0,43% a 2,14%, mientras que el indicador de ventas sobre cartera descendió de 9,37 a 2,37 veces, debido a que la cartera creció en una proporción muy superior al incremento de las ventas.

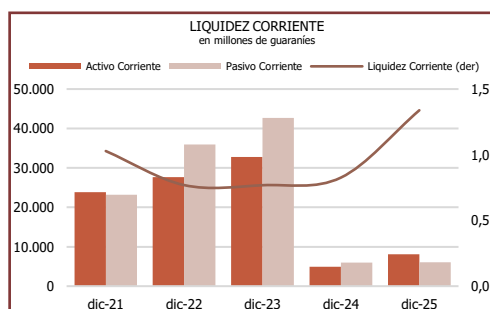


No obstante, algunos componentes del activo mostraron reducciones durante el ejercicio 2025 y moderaron el crecimiento del balance. En ese sentido, los activos fideicomitados registrados como inversiones de largo plazo, que corresponden al valor del patrimonio autónomo constituido mediante la transferencia de inmuebles al Fideicomiso, disminuyeron 13,94%, de Gs. 72.885 millones a Gs. 62.723 millones. Asimismo, los costos indirectos fideicomitados, que forman parte de estos activos, se redujeron 8,42%, de Gs. 20.656 millones a Gs. 18.916 millones.

Cabe señalar que estas reducciones se explican por la baja en el tipo de cambio del dólar americano, ya que al estar dichas inversiones nominadas en dicha moneda, la empresa se vio obligada a realizar ajustes cambiarios a la baja para la presentación del balance en guaraníes, tratándose exclusivamente de un efecto contable por conversión de moneda.

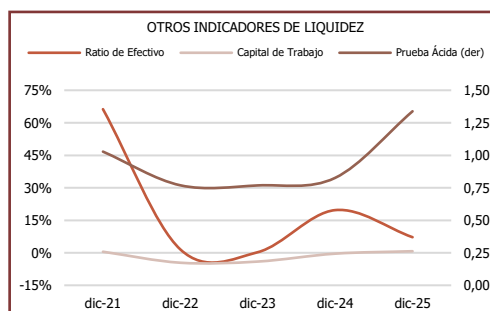
LIQUIDEZ Y FINANCIAMIENTO

Mejorada posición de liquidez inmediata con relación a las deudas de corto plazo, acompañada por un mayor nivel de financiamiento de operaciones y activos



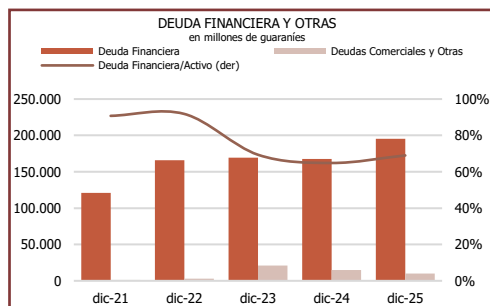
Al cierre de 2025, los activos corrientes de la empresa aumentaron 63,60%, desde Gs. 4.942 millones en Dic24 a Gs. 8.085 millones en Dic25, explicados principalmente por incremento de la cartera de créditos hasta Gs. 6.062 millones. Esto fue acompañado por un incremento, aunque en menor proporción, de los pasivos corrientes, que subieron de Gs. 5.981 millones a Gs. 6.041 millones, impulsado por el aumento de las deudas con terceros de corto plazo, principalmente con accionistas y particulares, que totalizaron Gs. 3.609 millones, luego de que en 2024 no se registraran deudas por este concepto.

Como resultado, la liquidez corriente aumentó de 0,83 veces en Dic24 a 1,34 veces en Dic25 y mejoró su capacidad para cubrir las obligaciones de corto plazo, aunque la cobertura continúa siendo ajustada considerando el nivel de disponibilidades en Dic25. En la misma línea, el índice de capital de trabajo ha pasado de -0,40% a 0,72% en el mismo periodo, debido principalmente al fortalecimiento de los activos corrientes frente a los pasivos exigibles a corto plazo.



Por otra parte, se observó una moderación en otros indicadores de liquidez inmediata; en particular, el ratio de efectivo pasó de 19,70% a 7,18%. Este comportamiento responde a la optimización de los recursos líquidos (disponibilidades), los cuales se ajustaron un 63,16%, pasando de Gs. 1.178 millones a Gs. 434 millones, reflejando el flujo de capital destinado al desarrollo de las actividades operativas del periodo.

Considerando la naturaleza del negocio, la generación de flujo operativo continuó dependiendo principalmente de las cobranzas por alquileres de locales comerciales y de la venta de cocheras y oficinas corporativas, donde las cobranzas disminuyeron 27,85%, de Gs. 6.296 millones a Gs. 4.543 millones.



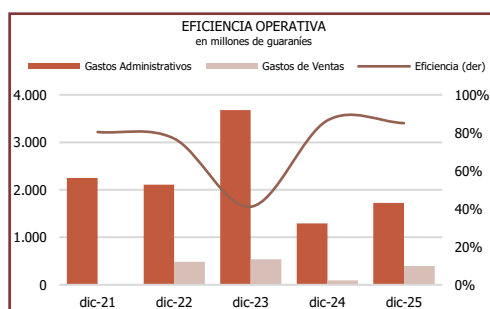
A su vez, el flujo de caja operativo descendió 13,64%, desde Gs. 37.692 millones hasta Gs. 32.550 millones, derivado de menores ingresos operativos y mayores necesidades financieras asociadas al desarrollo del proyecto, compensada en parte mediante el incremento de préstamos y otras fuentes de financiamiento.

En cuanto a la estructura de financiamiento, la empresa continuó financiando sus operaciones principalmente con deuda financiera, compuesta por obligaciones bursátiles y préstamos con terceros. Estas obligaciones representaron el 95,21% del pasivo total, con una concentración en el largo plazo, equivalente al 98,15% de la deuda financiera total.

En línea con ello, el indicador de deuda financiera sobre activos subió de 64,83% a 69,00% y evidenció una mayor dependencia de recursos externos para financiar el crecimiento y desarrollo de sus activos. Las deudas comerciales y otras obligaciones mantuvieron una participación menor dentro de la estructura de financiamiento total, al pasar de 8,20% a 4,79%, explicado por el descenso del saldo nominal de las deudas comerciales, tanto de corto plazo y largo plazo.

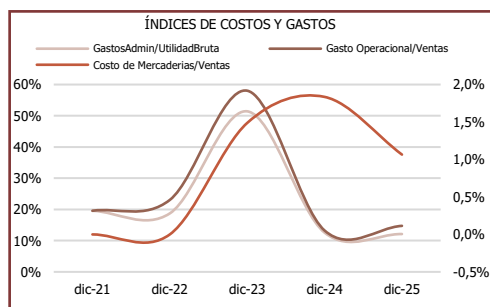
GESTIÓN Y ESTRUCTURA OPERATIVA

Leve reducción de la eficiencia operativa, debido al mayor crecimiento de los gastos operativos en relación con las ventas y la utilidad bruta



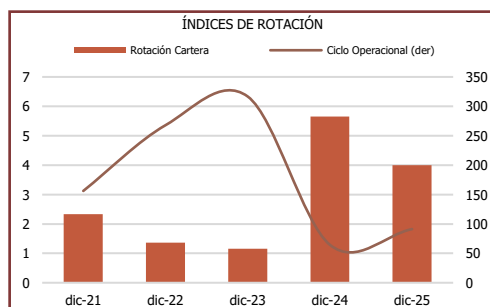
Con respecto a la estructura de gastos operacionales, estos estuvieron compuestos principalmente por los gastos administrativos, que representaron el 81,33% del total. En 2025, dichos gastos aumentaron 33,20%, de Gs. 1.292 millones a Gs. 1.721 millones, impulsados principalmente por mayores erogaciones en sueldos y jornales hasta Gs. 334 millones, además del aumento en pagos de impuestos, patentes y tasas, que sumaron Gs. 301 millones.

Por su parte, los gastos de ventas, que representaron el 18,67% de los gastos operativos totales, aumentaron de Gs. 94 millones en 2024 a Gs. 395 millones en 2025. Este comportamiento estuvo asociado principalmente a una mayor actividad comercial y a mayores gastos vinculados a promoción y comercialización del complejo.



Como resultado, el indicador de eficiencia operativa disminuyó levemente de 86,50% a 85,11%, interrumpiendo la mejora registrada en los últimos dos ejercicios. Esta reducción respondió al crecimiento de los gastos operativos en una proporción mayor al aumento de la utilidad bruta.

En línea con ello, el indicador de gastos administrativos sobre utilidad bruta descendió de 12,58% a 12,11% y reflejó una menor presión de los costos administrativos sobre la rentabilidad operativa. Por otro lado, el indicador de gastos operativos sobre ventas subió de 13,25% a 14,73%, explicado por el crecimiento de los gastos fueron superiores al incremento de las ventas.



En tanto, el indicador de costo de mercaderías sobre ventas descendió de 1,84% a 1,07%, explicado por una disminución proporcionalmente mayor de los costos de ventas frente al crecimiento de la facturación.

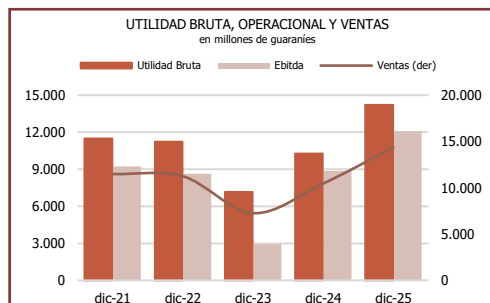
En cuanto a los indicadores de actividad, el ciclo operacional se extendió de 65 a 91 días como consecuencia directa de una mayor lentitud en las cobranzas. En esta línea, la rotación de cartera descendió de 5,66 a 4,00 veces, lo que significó que el capital permaneció 26 días más antes de regresar a la caja.

Al tratarse de una operación sin inventarios, cualquier variación en la gestión de cobro impacta de manera directa y simétrica en la duración del ciclo operacional. Por otra parte, el periodo promedio de pago se contrajo

significativamente de 7.573 a 3.878 días; no obstante, este indicador se mantuvo en niveles excepcionalmente elevados debido a la naturaleza y estructura particular de las obligaciones registradas por la firma.

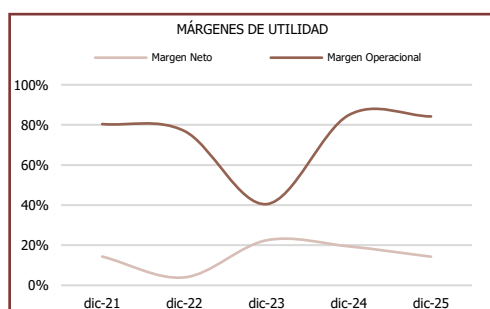
UTILIDAD Y RENTABILIDAD

Crecimiento sostenido de los ingresos y de los márgenes operativos, impulsado por el mayor nivel de actividad de las unidades de negocio, aunque con leves reducciones en los indicadores de rentabilidad



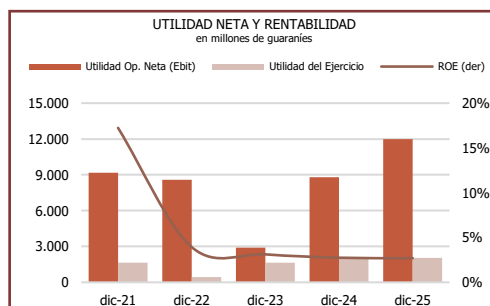
Con respecto a las ventas, la empresa registró ingresos por Gs. 14.361 millones al cierre de Dic25, frente a los Gs. 10.462 millones del ejercicio anterior, lo que representó un crecimiento de 37,27%, impulsado principalmente por el mayor volumen de ventas de servicios, que subieron 39,72% hasta Gs. 14.244 millones.

Como resultado, la utilidad bruta aumentó 38,34%, desde Gs. 10.270 millones en Dic24 hasta Gs. 14.208 millones en Dic25. En línea con ello, el margen bruto mejoró levemente de 98,16% a 98,93%, favorecido por el crecimiento de las ventas y por el bajo peso relativo de los costos de mercaderías dentro de la estructura operativa.



En cuanto al desempeño operativo, pese al incremento de los gastos administrativos y de ventas, el EBITDA mantuvo una tendencia positiva y aumentó 36,11%, de Gs. 8.884 millones a Gs. 12.092 millones. No obstante, el margen operativo registró una leve disminución de 84,92% a 84,20%.

Por su parte, las depreciaciones y amortizaciones ascendieron a Gs. 102 millones, manteniéndose en niveles reducidos respecto al volumen de operaciones. Como resultado, la utilidad operacional neta (EBIT) aumentó 36,16%, de Gs. 8.806 millones a Gs. 11.990 millones.



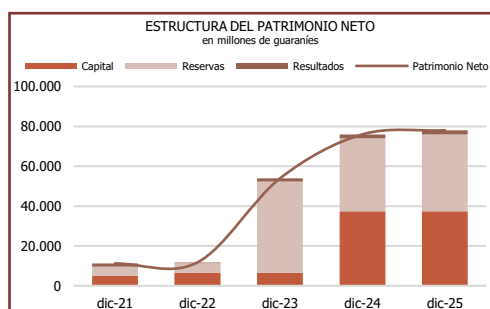
En el ámbito financiero, los gastos financieros disminuyeron 11,74%, desde Gs. 11.192 millones hasta Gs. 9.878 millones y reflejó una menor presión financiera de corto plazo. Sin embargo, los resultados no operativos también descendieron y mayor proporción, en 93,50%, al pasar desde Gs. 4.417 millones hasta Gs. 287 millones, explicado principalmente por el efecto desfavorable de las diferencias de cambio. En tanto, el impuesto a la renta ascendió a Gs. 350 millones, luego de que en 2024 no se registraran pagos por este concepto.

Como resultado de estos efectos combinados, la utilidad neta del ejercicio se mantuvo prácticamente estable, al pasar de Gs. 2.031 millones en Dic24 a Gs. 2.049 millones en Dic25, equivalente a un crecimiento de 0,89%. En consecuencia, el margen neto descendió de 19,41% a 14,27%, como resultado de que las ventas crecieron a un ritmo superior al de la utilidad final.

En línea con ello, los indicadores de rentabilidad mostraron leves reducciones respecto al periodo anterior. El retorno sobre el patrimonio (ROE) pasó de 2,75% a 2,70%, influenciado principalmente por el aumento del patrimonio derivado de los nuevos aportes de capital. Por su parte, el retorno sobre los activos (ROA) descendió de 0,79% a 0,72%, indicando el crecimiento de los activos totales en una proporción mayor a la utilidad generada.

SOLVENCIA Y ENDEUDAMIENTO

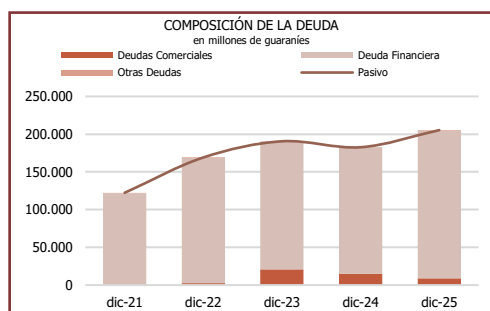
Disminución moderada de la solvencia patrimonial por el aumento de la deuda financiera, compensada por el fortalecimiento patrimonial mediante capitalización y acumulación de reservas



El patrimonio neto de la empresa registró un crecimiento de 2,70% durante el periodo evaluado, al pasar desde Gs. 75.972 millones en Dic24 hasta Gs. 78.022 millones en Dic25. No obstante, su composición presentó cambios importantes derivados del proceso de capitalización realizado durante el ejercicio.

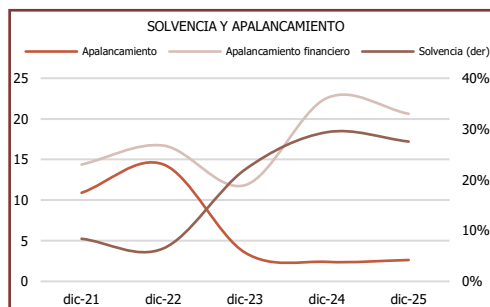
En ese sentido, el capital integrado aumentó 12,04 veces, desde Gs. 2.300 millones hasta Gs. 30.000 millones, como consecuencia de la formalización y capitalización de una parte de los aportes irrevocables acumulados. Por este motivo, los aportes irrevocables disminuyeron 79,18%, desde Gs. 35.088 millones hasta Gs. 7.307 millones, conforme a lo establecido en el Acta de Asamblea N° 19 del 10 de abril de 2025. Asimismo, en la misma Asamblea se resolvió

incrementar las reservas en 5,78%, de Gs. 36.553 millones a Gs. 38.666 millones. Este aumento respondió principalmente a la constitución de mayores reservas legales y facultativas a partir de las utilidades obtenidas en el ejercicio 2024.



Con respecto a las obligaciones de la empresa, los pasivos totales aumentaron 12,43%, desde Gs. 182.645 millones en Dic24 hasta Gs. 205.340 millones en Dic25. La estructura del pasivo continuó concentrada principalmente en obligaciones financieras, que representaron el 95,21% del total.

Específicamente, las deudas financieras aumentaron 16,61%, desde Gs. 167.666 millones hasta Gs. 195.509 millones, impulsadas principalmente por el crecimiento de las deudas con terceros de largo plazo, vinculadas principalmente a accionistas, que aumentaron 102,65%, desde Gs. 46.448 millones hasta Gs. 94.125 millones. Sin embargo, pese al aumento del endeudamiento financiero, el indicador de apalancamiento financiero disminuyó de 22,56 veces a 20,62 veces, debido a que la utilidad antes de impuestos creció en una proporción inferior al incremento del EBIT.



Por otra parte, las deudas comerciales disminuyeron 38,62%, desde Gs. 14.740 millones hasta Gs. 9.047 millones, reducción que estuvo asociada principalmente a menores obligaciones con proveedores y entidades relacionadas, especialmente en el largo plazo. En tanto, las otras deudas aumentaron hasta Gs. 784 millones, por motivo de mayores compromisos fiscales e impuestos pendientes de pago.

Como resultado, el indicador de solvencia descendió de 29,38% a 27,53% y mostró que el crecimiento del pasivo fue superior al incremento del patrimonio neto. En la misma línea, el indicador de endeudamiento aumentó de 70,62% a 72,47%, con lo cual más del 70% de los activos continuó financiándose con recursos de terceros. Asimismo, el apalancamiento general pasó de 2,40 veces a 2,63 veces y evidenció una mayor presión financiera sobre la estructura patrimonial.

No obstante, los indicadores de capacidad de pago mostraron una evolución favorable. La relación deuda/EBITDA disminuyó de 20,56 veces a 16,98 veces y reflejó una mejora en la generación operativa frente al nivel de endeudamiento. Asimismo, la relación deuda/ventas descendió de 17,46 veces a 14,30 veces, indicando un menor peso relativo de la deuda sobre el volumen de negocios.

Por su parte, la cobertura de gastos financieros mejoró de 0,79 veces a 1,22 veces, impulsada por la reducción de los gastos financieros. Asimismo, la cobertura de obligaciones aumentó de 148,54% a 200,17%, reflejando un fortalecimiento relativo de la cobertura patrimonial sobre las obligaciones.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO

FLUJO DE CAJA PROYECTADO					
En dólares americanos					
Concepto	2.026	2.027	2.028	2.029	2.030
Ingresos operativos - Shopping Costanera	2.270.361	2.500.634	2.717.255	2.941.603	3.178.014
Ingresos por espacios publicitarios	152.405	180.113	199.413	221.279	246.055
Alquileres de nuevas unidades de negocio	280.961	347.495	347.495	347.495	347.495
Ingreso por cobro de expensas - Torre	105.646	133.114	139.770	146.759	154.097
Ingresos por alquiler de oficinas corporativas	63.763	66.951	70.299	73.814	77.505
Ingresos Parking	9.894	10.883	11.754	12.341	12.958
Ingresos Operativos	2.883.030	3.239.191	3.485.985	3.743.291	4.016.124
Egresos Operativos - Shopping Costanera	2.164.269	2.234.473	2.355.518	2.486.594	2.566.833
Egresos Operativos - Torre Ejecutiva	103.700	130.662	137.195	144.055	151.258
Egresos Operativos	2.267.969	2.365.135	2.492.714	2.630.649	2.718.091
Flujo Operativo	615.061	874.056	993.272	1.112.642	1.298.033
Inversiones en infraestructura	-1.072.505	-124.004	-98.874	-98.874	-98.874
Flujo de Inversiones	-1.072.505	-124.004	-98.874	-98.874	-98.874
Aportes de capital / Nuevos financiamientos	9.182.169	6.445.426	7.139.426	6.012.825	145.000
Ingresos Financieros	9.182.169	6.445.426	7.139.426	6.012.825	145.000
Amortización de Capital - Préstamos de socios	-4.040.026	-3.252.426	-3.252.426	-2.464.825	0
Amortización de Capital - Bonos	-3.500.000	-3.000.000	-4.000.000	-4.336.000	-1.240.000
Amortización de Intereses - Bonos	-1.181.691	-938.086	-776.627	-223.118	-60.505
Egresos Financieros	-8.721.717	-7.190.511	-8.029.052	-7.023.943	-1.300.505
Flujo Financiero	460.452	-745.086	-889.627	-1.011.118	-1.155.505
Flujo de Caja	3.008	4.966	4.772	2.650	43.654
Saldo Inicial	66.769	69.777	74.743	79.515	82.165
Flujo de Caja Final	69.777	74.743	79.515	82.165	125.819

Terravaz S.A.E. ha presentado su flujo de caja proyectado para el periodo 2026-2030, el cual contempla la amortización de los bonos vigentes, préstamos de socios y el manejo de las unidades de negocio. Los ingresos operativos proyectados muestran una evolución sostenida, pasando de USD 2.883.030 en 2026 a alcanzar los USD 4.016.124 en 2030, impulsados principalmente por el crecimiento en el "Shopping Costanera" y la consolidación de nuevos alquileres.

Los principales componentes de estos ingresos corresponden al Shopping Costanera, que incluye alquileres y espacios publicitarios, además de los ingresos provenientes de la Torre por cobro de expensas y alquiler de oficinas corporativas. Se destaca una incorporación constante de ingresos por "Alquileres de nuevas unidades de negocio", que se estabilizan en USD 347.495 anuales a partir de 2027.

Los egresos operativos mantienen una tendencia creciente pero controlada, alineada con la expansión operativa. En 2026, totalizan USD 2.267.969, mientras que en 2030 ascienden a USD 2.718.091. Estos están compuestos por los costos operativos del Shopping Costanera y la Torre Ejecutiva. Debido a que los ingresos crecen a un ritmo superior que los gastos, se registra una mejora en el flujo operativo neto, que pasa de USD 615.061 en 2026 a USD 1.298.033 en 2030.

Con respecto al flujo financiero, la estrategia contempla la captación de recursos a través de los aportes de capital del accionista mayoritario, hasta un ingreso máximo de USD 9.182.169 en 2026. Sin embargo, a partir de 2027, el flujo financiero se torna negativo a casusa de los fuertes compromisos de pago: la amortización de capital de préstamos de socios y, especialmente, la amortización de bonos. Los egresos financieros tienen un peso considerable, superando los USD 8.029.052 en 2028. Para el año 2030, la carga financiera disminuye drásticamente a USD 1.300.505 tras completar varios ciclos de amortización.

Finalmente, a lo largo del periodo analizado, el flujo de caja anual proyectado se mantiene en terreno positivo, aunque con márgenes estrechos entre 2026 y 2029 (oscilando entre USD 2.650 y USD 4.966). No obstante, para el cierre de 2030, se proyecta un incremento notable en el flujo de caja anual (USD 43.654), lo que permite finalizar el periodo con un saldo de caja final de USD 125.819, reflejando una posición de liquidez más robusta una vez superado el periodo de mayor amortización de deudas.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) USD3	
CARACTERÍSTICAS	DETALLE
Emisor	TERRAVAZ S.A.E.
Denominación del Programa	PEG USD3
Acta de Aprobación	Acta de Directorio N° 151 de fecha 5 de junio de 2025.
Tipo	Bonos.
Moneda y Monto del programa	USD. 3.000.000.- (Dólares americanos tres millones con 00/100).
Cortes Mínimos	USD. 1.000.- (Dólares americanos un mil con 00/100)
Plazo de Vencimientos	Se emitirán con un plazo de vencimiento de 365 a 3.650 días, y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada Serie
Destino de los Fondos	El 100% será destinado a reestructuración de pasivos respaldados con las garantías correspondientes a préstamos otorgados por terceros.
Pago de Capital e Intereses	A ser definida en cada serie emitida dentro del marco del presente programa.
Tasa de interés	A ser definida en cada serie emitida dentro del marco del presente programa.
Rescate Anticipado	Bajo lo establecido por la Ley 7572/25 y el Reglamento Interno de la CAVAPY, el Directorio de la sociedad está autorizado a realizar rescates anticipados, ya sean parciales o totales, siempre que se ajusten a los procedimientos operativos y a los cortes mínimos dictados por la normativa de la Caja de Valores del Paraguay S.A.
Garantía	Garantía Común
Agente Organizador y Colocador	UENO Casa de Bolsa S.A.
Representante de Obligacionistas	Mersán Abogados S.R.L.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL PEG USD3: MONTO AUTORIZADO USD. 3.000.000.-

Registro según Certificado de la SIV N° PEG_15_31072025 de fecha 31 de julio de 2025.

Registro según Resolución del BVA N° 3.420/2025 de fecha 04 de agosto de 2025.

Fecha	Serie	Emitido USD.	Colocado USD.	Vencido USD.	Tasa anual	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente USD.
12-sept-25	1	1.240.000	1.240.000	0	6,50%	6-jun-30	4,73	1.240.000
8-ene-26	2	400.000	400.000	0	6,50%	2-ene-31	4,99	400.000
		1.640.000	1.640.000	0				1.640.000

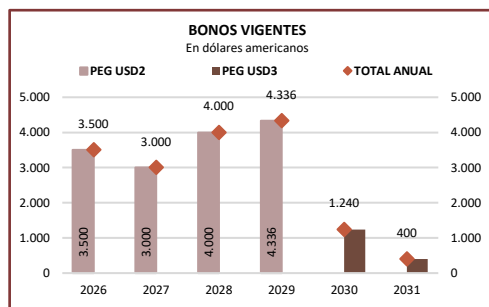
TERRAVAZ S.A.E., mediante el Acta de Directorio N° 151 del 5 de junio de 2025, aprobó la emisión de bonos bajo el Programa de Emisión Global PEG USD3 por un monto total de USD 3.000.000 (tres millones de dólares americanos). Este programa estableció plazos de vencimiento de entre 365 a 3.650 días, destinando el 100% de los fondos a la reestructuración de pasivos respaldados con garantías correspondientes a préstamos otorgados por terceros. La garantía fue común, contempló el rescate anticipado según la Ley 7572/25 y el Reglamento Interno de la CAVAPY, y designó a UENO Casa de Bolsa S.A. como agente organizador y colocador, y a Mersán Abogados S.R.L. como representante de los obligacionistas.

A la fecha, bajo el programa PEG USD3 se han colocado USD 1.640.000 de los USD 3.000.000 autorizados, distribuidos en 2 series. La Serie 1 se emitió por un monto de USD 1.240.000 con una tasa anual del 6,50% y vencimiento en junio de 2030. Por su parte, la Serie 2 se emitió por USD 400.000 con una tasa anual del 6,50% y vencimiento en enero de 2031. Los plazos de estas emisiones se sitúan entre los 4,73 y 4,99 años, lo que permite una distribución de los compromisos financieros a mediano y largo plazo.

Este programa, junto con el resto de las obligaciones financieras, ha sido la base para evaluar la solvencia y capacidad de pago de TERRAVAZ S.A.E. El análisis del flujo de caja proyectado confirma que la empresa mantiene márgenes adecuados para sostener su nivel de endeudamiento, apoyada en una gestión operativa eficiente. Si bien los indicadores de liquidez y rentabilidad son sólidos, el análisis también considera los riesgos propios del sector, especialmente en lo que respecta a la dinámica operativa y cumplimiento de sus compromisos financieros.

ANTECEDENTES DE EMISIONES ANTERIORES
PROGRAMAS DE EMISIÓN GLOBAL EMITIDOS

Año de Emisión	Programa	Monto Emitido	Monto Colocado	Pagado	Saldo Vigente
2.021	PEG USD1	200.000	200.000	200.000	0
2.021	PEG USD2	15.000.000	14.836.000	0	14.836.000
2.025	PEG USD3	1.640.000	1.640.000	0	1.640.000
TOTAL DEUDA		16.840.000	16.676.000	200.000	16.476.000



La empresa comenzó a operar en el mercado de capitales a partir del año 2021 mediante su primera emisión de bonos bajo el Programa de Emisión Global PEG USD1 por un monto de USD 200.000, el cual fue colocado y pagado en su totalidad, resultando en un saldo vigente de cero a la fecha.

Ese mismo año se realizó la emisión de bonos bajo el Programa de Emisión Global PEG USD2 por un monto total de USD 15.000.000, de los cuales se colocaron USD 14.836.000, manteniendo un saldo no colocado de USD 164.000. A diferencia de programas anteriores, el calendario de amortización de capital del PEG USD2 se encuentra distribuido de manera escalonada entre los años 2026 y 2029, con pagos programados de USD 3.500.000 en 2026, USD 3.000.000 en 2027, USD 4.000.000 en 2028 y USD 4.336.000 en 2029.

Finalmente, con la incorporación del programa PEG USD3 emitido en 2025 por USD 1.640.000, los compromisos financieros se extienden hasta los años 2030 y 2031, consolidando una deuda total vigente en el mercado de capitales de USD 16.476.000.

El calendario de amortización proyectado para estos compromisos establece pagos totales de USD 3.500.000 para el año 2026 (correspondientes íntegramente al PEG USD2), seguidos de USD 3.000.000 en 2027 (también del PEG USD2), USD 4.000.000 en 2028 (PEG USD2) y USD 4.336.000 en 2029 (PEG USD2). Finalmente, se proyectan pagos de USD 1.240.000 en 2030 y USD 400.000 en 2031, correspondientes al programa PEG USD3.

CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADOS

En millones de guaraníes						
BALANCE GENERAL	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	Var%
ACTIVO	133.487	180.821	244.446	258.617	283.362	9,57%
Activo Corriente	23.806	27.638	32.791	4.942	8.085	63,60%
Disponibilidades	15.344	558	115	1.178	434	-63,16%
Créditos Netos	6.488	10.018	2.584	1.116	6.062	443,19%
Otros activos corrientes	1.974	17.062	30.092	2.648	1.589	-39,99%
Activo no corriente	109.681	153.183	211.655	253.675	275.277	8,52%
Bienes de uso	109	113	483	492	445	-9,55%
Cuentas a cobrar Fideicomiso	101.350	144.879	134.694	180.298	212.082	17,63%
Inversiones (Activos Fideicomitidos)	8.116	8.116	76.478	72.885	62.723	-13,94%
Otros activos no corrientes	106	75	0	0	27	-----
PASIVO	122.271	169.075	190.567	182.645	205.340	12,43%
Pasivo corriente	23.153	35.937	42.682	5.981	6.041	1,00%
Deuda comercial	626	2.557	20.665	4.039	1.648	-59,20%
Deuda bancaria	22.527	33.380	21.697	1.703	0	-100,00%
Deuda con terceros	0	0	0	0	3.609	-----
Otras deudas	0	0	320	239	784	228,03%
Pasivo no corriente	99.118	133.138	147.885	176.664	199.299	12,81%
Deuda comercial	0	0	0	10.701	7.399	-30,86%
Deuda bancaria	0	0	0	1.864	0	-100,00%
Deuda bursátil	74.168	111.489	109.254	117.651	97.775	-16,89%
Deuda con terceros	24.470	21.169	38.631	46.448	94.125	102,65%
Otras deudas	480	480	0	0	0	-----
PATRIMONIO NETO	11.216	11.746	53.879	75.972	78.022	2,70%
Capital	2.300	2.300	2.300	2.300	30.000	1204,35%
Aporte Irrevocable	2.756	4.239	4.239	35.088	7.307	-79,18%
Reservas	4.511	4.763	45.709	36.553	38.666	5,78%
Resultado del Ejercicio	1.649	444	1.631	2.031	2.049	0,89%
ESTADO DE RESULTADOS	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	Var%
Ventas	11.490	11.243	7.260	10.462	14.361	37,27%
Costo de ventas	0	0	-108	-192	-153	-20,31%
Utilidad bruta	11.490	11.243	7.152	10.270	14.208	38,34%
Gastos de Ventas	0	-485	-535	-94	-395	320,21%
Gastos Administrativos	-2.249	-2.106	-3.678	-1.292	-1.721	33,20%
Utilidad operacional (EBITDA)	9.241	8.652	2.939	8.884	12.092	36,11%
Depreciaciones y amortizaciones	-75	-57	-38	-78	-102	30,77%
Utilidad operacional neta (EBIT)	9.166	8.595	2.901	8.806	11.990	36,16%
Gastos financieros	-1.580	-9.437	-10.040	-11.192	-9.878	-11,74%
Utilidad ordinaria	7.586	-842	-7.139	-2.386	2.112	-188,52%
Resultados no operativos	-5.608	1.517	9.046	4.417	287	-93,50%
Utilidad antes de impuestos	1.978	675	1.907	2.031	2.399	18,12%
Impuesto a la renta	-329	-231	-276	0	-350	-----
Utilidad del ejercicio	1.649	444	1.631	2.031	2.049	0,89%

PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

INDICADOR	En millones de guaraníes y veces					Var%
	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	
CARTERA Y MOROSIDAD						
Cartera Neta	6.488	10.018	2.584	1.116	6.062	443,19%
Cartera/Activo	4,86%	5,54%	1,06%	0,43%	2,14%	395,76%
Ventas/Cartera	1,77	1,12	2,81	9,37	2,37	-74,73%
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	1,03	0,77	0,77	0,83	1,34	61,97%
Ratio de Efectividad	66,27%	1,55%	0,27%	19,70%	7,18%	-63,52%
Índice de capital de trabajo	0,49%	-4,59%	-4,05%	-0,40%	0,72%	-279,55%
Deuda Financiera/Activo	90,77%	91,82%	69,37%	64,83%	69,00%	6,42%
GESTIÓN						
Rotación de cartera	2,34	1,36	1,15	5,66	4,00	-29,24%
Periodo Promedio de Cobro	156	268	317	65	91	41,33%
Apalancamiento Operativo	1,25	1,31	2,47	1,17	1,18	1,61%
Ventas/Activo	8,61%	6,22%	2,97%	4,05%	5,07%	25,28%
ENDEUDAMIENTO						
Solvencia	8,40%	6,50%	22,04%	29,38%	27,53%	-6,27%
Endeudamiento	91,60%	93,50%	77,96%	70,62%	72,47%	2,61%
Cobertura de las Obligaciones	39,91%	24,08%	6,89%	148,54%	200,17%	34,76%
Apalancamiento	10,90	14,39	3,54	2,40	2,63	9,47%
Apalancamiento financiero	14,38	16,71	11,84	22,56	20,62	-8,62%
Cobertura de Gastos Financieros	5,85	0,92	0,29	0,79	1,22	54,22%
Deuda/EBITDA	13,23	19,54	32,42	20,56	16,98	-17,40%
Deuda/Ventas	10,64	15,04	26,25	17,46	14,30	-18,10%
RENTABILIDAD						
ROA	1,24%	0,25%	0,67%	0,79%	0,72%	-7,92%
ROE	17,24%	3,93%	3,12%	2,75%	2,70%	-1,81%
Margen Bruto	100,00%	100,00%	98,51%	98,16%	98,93%	0,78%
Margen Operacional	80,43%	76,95%	40,48%	84,92%	84,20%	-0,84%
Margen Neto	14,35%	3,95%	22,47%	19,41%	14,27%	-26,50%
Eficiencia Operativa	80,43%	76,95%	41,09%	86,50%	85,11%	-1,62%
Costo de Mercaderías/Ventas	0,00%	0,00%	1,49%	1,84%	1,07%	-41,95%
Gasto Operacional/Ventas	19,57%	23,05%	58,03%	13,25%	14,73%	11,22%
Gasto Operacional/Utilidad Bruta	19,57%	23,05%	58,91%	13,50%	14,89%	10,35%
Gastos Admin/Utilidad Bruta	19,57%	18,73%	51,43%	12,58%	12,11%	-3,72%

ANEXO

NOTA: El informe fue preparado con base en los estados contables anuales desde diciembre de 2021 a 2025 y 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 USD3 de TERRAVAZ S.A.E. 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 de diciembre de 2021 a 2025.
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. Prospecto del Programa de Emisión Global USD3 y prospectos complementarios de las series.

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 USD3.

La emisión de la calificación del Programa de Emisión Global **PEG USD3** de **TERRAVAZ S.A.E.** se realiza conforme a lo dispuesto en la Ley N° 3.899/09 y la Resolución CNV CG N° 35/23.

Fecha de calificación: 17 de Junio de 2026

Fecha de Publicación: 19 de Junio de 2026

Corte de Calificación: 31 de Diciembre de 2025

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

TERRAVAZ S.A.E.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL USD3	pyBBB	Estable
BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse 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 **TERRAVAZ S.A.E.**, 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 por la firma Baker Tilly Paraguay al 31 de Diciembre de 2025.

Más información sobre esta calificación en:

www.syr.com.py

Calificación aprobada por: Comité de Calificación Solventa & Riskmétrica S.A.	Informe elaborado por: Econ. Fernando Morínigo Analista de Riesgos fmorinigo@syr.com.py
-------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------