

SALUM & WENZ S.A.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: G3

MONTO MÁXIMO: Gs. 20.000.000.000.-

PLAZO MÁXIMO: 8 AÑOS

PEG G3	MAR-2025
CATEGORÍA	pyBBB+
TENDENCIA	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 asigna la calificación **pyBBB+** con tendencia **Estable** para el Programa de Emisión Global **G3** de **Salum & Wenz S.A.**, con fecha de corte al 31 de Marzo de 2025, fundamentada en el continuo crecimiento de las ventas y activos en los últimos años, con el aumento de las operaciones y ejecución de obras de construcción de gran envergadura, con una adecuada diversificación del negocio. Asimismo, se considera los razonables niveles de solvencia, con las mayores reservas constituidas, sumado a la implementación de mejoras cualitativas en la gestión de riesgos.

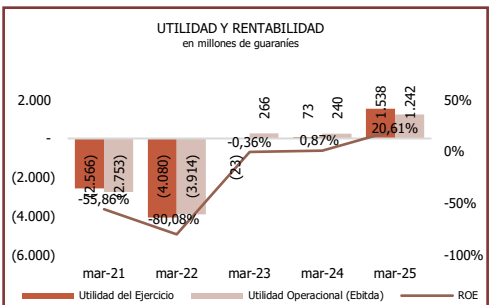
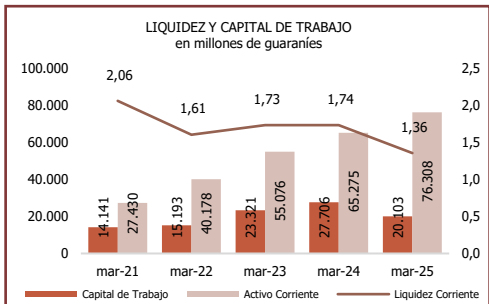
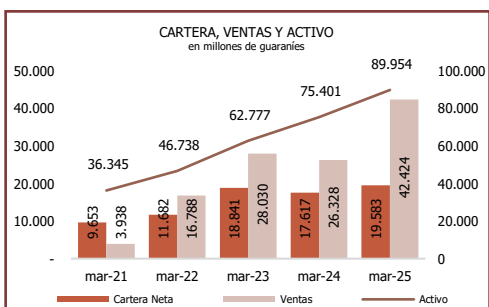
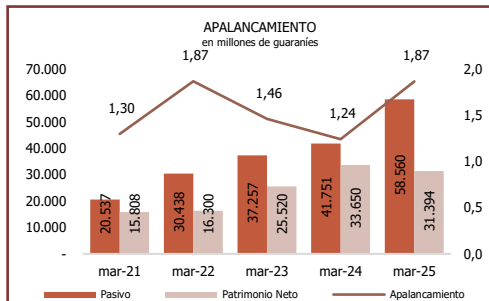
Por otra parte, la calificación considera el relativo elevado nivel de endeudamiento respecto a los resultados operativos y capital integrado, sumado a la elevada estructura de costos y gastos operacionales, lo que genera bajos márgenes de utilidad y rentabilidad, así como el ajustado flujo de caja operativo y en la baja liquidez inmediata.

El crecimiento del negocio se ha financiado principalmente con un mayor endeudamiento de corto plazo, reflejado en el aumento interanual de 40,26% del pasivo, de Gs. 41.751 millones en Mar24 a Gs. 58.560 millones en Mar25, mientras que el patrimonio neto se redujo 6,70%, llegando a Gs. 31.394 millones en Mar25. De esta forma, el apalancamiento creció de 1,24 a 1,87, siendo acompañado de un bajo nivel de cobertura de obligaciones, que fue de 8,84% en Mar25, mientras que la solvencia patrimonial disminuyó de 44,63% a 34,90%.

El activo total ha crecido 19,30% interanual, de Gs. 75.401 millones en Mar24 a Gs. 89.954 millones en Mar25, explicado por la mayor dinámica en la ejecución de obras de construcción, lo que ha generado el aumento de la cartera de créditos, de los anticipos realizados a los contratistas, y de las retenciones de obras a cobrar, asociados a la modalidad de su negocio, mientras que los recursos disponibles, que resulta de la suma de las disponibilidades más inversiones temporales en fondos mutuos, bajaron 7.621 millones a Gs. 5.065 millones.

La estructura de financiamiento de la empresa se concentra en el corto plazo, con una participación mayoritaria de la deuda comercial y los ingresos diferidos, lo que responde a su modelo de negocio. La deuda comercial se incrementó 40,68% hasta Gs. 15.482 millones, así como los ingresos diferidos en 24,72% hasta Gs. 17.040 millones, correspondientes a los anticipos de clientes para el inicio de las obras, mientras que las deudas bancarias registraron un saldo de Gs. 8.000 millones, lo que generó la disminución de la liquidez corriente desde 1,74 en Mar24 hasta 1,36 en Mar25, y del ratio de efectivo desde 20,29% hasta 9,01%.

Con respecto al desempeño financiero y operativo, las ventas crecieron 61,65%, desde Gs. 26.328 millones en Mar24 hasta Gs. 42.424 millones en Mar25, impulsadas por los ingresos por servicios de construcción, lo que a su vez generó el aumento del resultado operacional (EBITDA) hasta Gs. 1.242 millones y de la utilidad neta hasta Gs. 1.538 millones, acompañado de un acotado margen neto de 3,63%. Con esto, la rentabilidad del patrimonio (ROE) pasó de 0,87% a 20,61%, mientras que la rentabilidad del activo (ROA) subió de 0,39% a 6,84%.

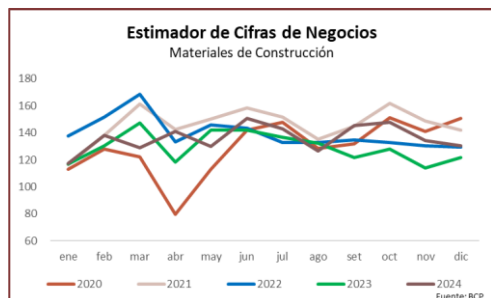
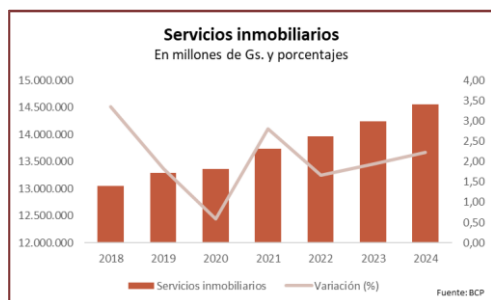
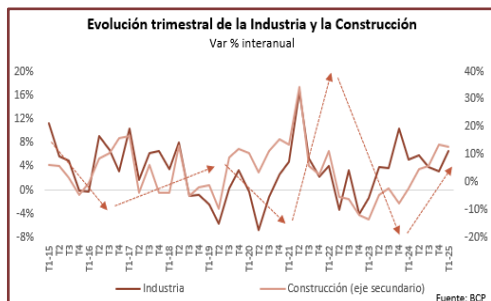
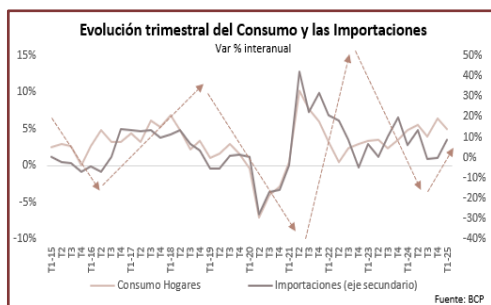
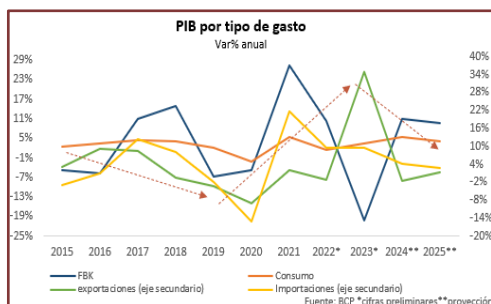
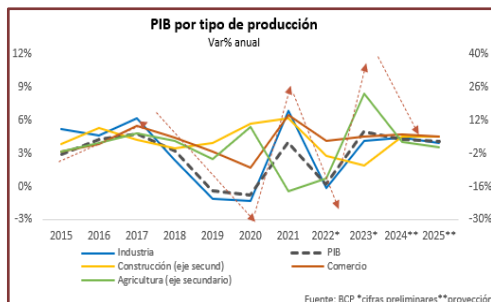


TENDENCIA

La tendencia **Estable** refleja las adecuadas expectativas sobre la situación general de Salum & Wenz S.A., considerando la expansión y la diversificación de su negocio, además de su destacado posicionamiento en el sector de la construcción y las mejoras cualitativas en la gestión interna de la empresa, aunque también se tienen en cuenta los ajustados flujos de caja operativos y el crecimiento del apalancamiento con mayor estructura de costos.

FORTALEZAS	RIESGOS
• Crecimiento continuo del nivel de ventas y activos. • Importantes proyectos en curso, orientados a distintos segmentos de mercado. • Destacado posicionamiento en el sector de la construcción. • Mejoras cualitativas en la gestión de riesgos.	• Relativos elevados niveles de endeudamiento respecto a los resultados operativos y capital integrado. • Disminución de la liquidez explicado al aumento de la deuda comercial e ingresos diferidos. • Elevada estructura de costos operativos, con efectos sobre los márgenes de utilidad.

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 del comercio y la industria registraron caídas del -8,1% y -1,3%, respectivamente. Sin embargo, los más afectados por la pandemia de Covid-19 fueron las exportaciones y las importaciones, con descensos históricos del -9,0% y -15,18%. 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 y -4,7% en la formación bruta de capital. 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 y construcción, que registraron tasas de crecimiento del 14,3% 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 5,9% en el primer trimestre de 2025. Este resultado se explica principalmente por el crecimiento del sector de servicios en 6,0%, la industria en 6,6% y la construcción en 12,9%.

No obstante, este desempeño favorable ha sido atenuado por la contracción del 3,4% del sector de la agricultura, explicado por la menor producción de soja. En este contexto, a Jun25 la expectativa de crecimiento del PIB por parte del BCP se revisó al alza de 4,0% a 4,4%, impulsado por el sector servicios y la mayor demanda interna.

El sector de los servicios inmobiliarios ha presentado un continuo crecimiento en los últimos años, con tasas variables pero positivas durante el periodo 2018-2024. Al cierre del 2024, se registró un crecimiento de 2,22% desde Gs. 14.238.090 millones en Dic23 hasta Gs. 14.554.349 millones en Dic24. Cabe destacar que la expansión del sector inmobiliario ha estado impulsada principalmente por el mercado residencial, aunque el sector comercial y los proyectos de gran envergadura también mostraron un desempeño sólido.

Por su parte, el Estimador de Cifras de Negocios registró un crecimiento interanual de 0,4% en Dic24, con lo cual la variación acumulada ascendió a 5,9%, lo que responde a las dinámicas favorables de las ventas en los sectores de servicios y comercio, mientras que las manufacturas registraron un resultado negativo. De manera específica, el ECN de los materiales de construcción se incrementó 7% interanual, mostrando las mayores expectativas del sector.

PERFIL DE NEGOCIOS

ACTIVIDAD COMERCIAL Y POSICIONAMIENTO

Empresa del rubro de la construcción con extensa y reconocida trayectoria en el mercado nacional, con un amplio portafolio de proyectos residenciales, corporativos e industriales

Salum & Wenz es una empresa dedicada a las construcciones civiles y el desarrollo de proyectos, con más de tres décadas de experiencia en el mercado paraguayo. Fundada en 1991 por el arquitecto Edgar Salum y el ingeniero Carlos Wenz, ha logrado posicionarse como una de las compañías más reconocidas y consolidadas del sector de la construcción en el país. Los servicios ofrecidos incluyen el diseño y desarrollo de proyectos, construcciones civiles, construcciones sustentables y gerenciamiento de obras.

Inició sus operaciones en una pequeña oficina con un equipo aproximado de 10 personas encargadas de todas las tareas, desde la elaboración de proyectos hasta la administración y presupuesto. Actualmente, cuenta con un plantel permanente de cerca de 150 empleados, de los cuales aproximadamente 90 son profesionales universitarios especializados, entre ellos arquitectos, ingenieros y administradores, lo que refleja el importante crecimiento del negocio y el destacado posicionamiento en la industria.

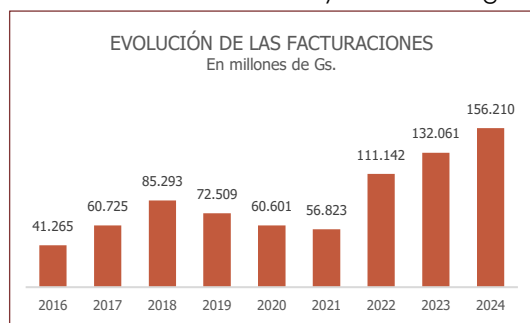
La empresa mantiene en ejecución 15 proyectos de construcción, concentrando la mayor parte de sus operaciones en la ciudad de Asunción. Su portafolio de proyectos abarca desarrollos de diversa tipología, incluyendo edificaciones corporativas y residenciales, además de obras industriales como plantas farmacéuticas e instalaciones para el sector gráfico en otras ciudades del departamento Central.

Las obras desarrolladas por la firma se agrupan en tres categorías, según su funcionalidad y destino. Esta diversificación refleja la capacidad de la empresa para abordar proyectos de alta complejidad técnica en distintos sectores económicos:

1. Corporativos y Comerciales: Esta categoría incluye edificaciones destinadas a oficinas y espacios comerciales. Entre los proyectos más representativos se encuentran el puente peatonal del Shopping Mariscal y el edificio corporativo de Farmazona.

2. Habitacional y Hoteles: Comprende construcciones habitacionales de distintos niveles y proyectos hoteleros. Se destacan el Hotel Holiday Inn Express y una serie de edificios residenciales como Athos, Finesse, Bohemia, Innova Centro, entre otros que se encuentran en proceso.

3. Industriales y Logísticos: Incluye infraestructuras orientadas al almacenamiento, producción y distribución. En este segmento sobresalen los centros de distribución de NGO, Profarco y Ball Corporation, así como una planta de reciclaje, una fábrica de medicamentos y un centro logístico.



Las facturaciones han mostrado un comportamiento fluctuante en los últimos años, con ciclos alternados de contracción y expansión. No obstante, a partir del año 2022 se evidenció un crecimiento significativo por encima de sus niveles históricos. Durante el periodo 2016-2021, se registró un promedio anual de ventas de Gs. 62.869 millones, mientras que en el periodo 2022-2024, dicho promedio se duplicó, alcanzando Gs. 133.138 millones, reflejando una consolidación de su capacidad operativa y una mayor captación de proyectos de gran envergadura.

En términos interanuales, las facturaciones al mes de marzo de 2025 crecieron 61,14% con respecto al mismo periodo del año anterior, desde Gs. 26.328 millones hasta Gs. 42.424 millones, impulsado por los ingresos por servicios de construcción.

Durante el 2024, la empresa ejecutó su planificación estratégica bajo la supervisión del Directorio y el control sistemático de indicadores clave de desempeño. En ese sentido, se cumplió con las metas financieras establecidas, destacando el incremento de ingresos por ventas y la formalización de nuevos contratos. Los indicadores operativos reflejaron adecuados niveles de satisfacción de clientes y mejoras relevantes en los sistemas de control de ejecución de obras, aunque se identificaron áreas de mejoras en la gestión de costos, con potencial de generar importantes ahorros.

Para el 2025 en adelante, la estrategia corporativa se estructura sobre tres ejes fundamentales: i) diversificación del portafolio de negocios, aprovechando el actual posicionamiento de la marca; ii) fortalecimiento financiero mediante la optimización de la estructura de capital y mejora de flujos operativos; iii) excelencia operacional a través de la implementación integral de sistemas de gestión.

El modelo de negocio se apoya en determinadas ventajas competitivas, tales como la experiencia técnica especializada, relaciones de largo plazo con clientes institucionales y compromiso integral con criterios ESG (Ambiental, Social y Gobernanza). La gobernanza estratégica contempla revisiones periódicas del plan y ajustes tácticos según la evolución del mercado, con el objetivo de asegurar flujos de caja estables y maximizar la creación de valor sostenible en el mediano y largo plazo.

ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Empresa bajo el control de sus dos socios fundadores, con una estructura organizacional adecuada para el modelo de negocio y el volumen de sus operaciones

Accionista	Cantidad	Votos	Part%
Carlos Augusto Wenz	7.125	12.700	47,50%
OS	5.725	5.700	38,17%
OVM	1.400	7.000	9,33%
Edgar Esteban Salum	7.125	12.700	47,50%
OS	5.725	5.700	38,17%
OVM	1.400	7.000	9,33%
Robertino Ruffinelli	750	750	5,00%
OS	750	750	5,00%
Total	15.000	-	100%

La estructura accionaria está conformada mayoritariamente por dos socios principales: Carlos Augusto Wenz Pallares y Edgar Esteban Salum Pires, quienes poseen cada uno 7.125 acciones, lo que representa el 47,50% del capital accionario total por persona. Esta participación conjunta equivale al 95% del total accionario, con 12.700 votos para cada uno, otorgándoles un claro control societario.

Ambos accionistas cuentan con dos tipos de acciones: Ordinarias Simples (OS) y Ordinarias con Voto Múltiple (OVM). Las acciones OS representan 5.725 unidades cada uno (38,17% del total), mientras que las OVM ascienden a 1.400 unidades por accionista, equivalentes al 9,33% del capital cada uno.

Composición del Directorio	
Nombre y Apellido	Cargo
Carlos Augusto Wenz Pallares	Presidente
Edgar Esteban Salum Pires	Vicepresidente
Robertino Ruffinelli Oviedo	Director Titular
Julieta Maritzel Wenz Aparici	Director Suplente
María Arlette Salum Silva	Director Suplente

El tercer accionista, Robertino Ruffinelli Oviedo, posee 750 acciones ordinarias simples, lo que representa el 5% del capital accionario y un total de 750 votos. Esta composición refleja un diseño societario en el que los socios fundadores mantienen el control decisivo tanto en términos de participación económica como en capacidad de voto.

El directorio está conformado por cinco miembros, incluyendo un presidente, un vicepresidente, un director titular y dos directores suplentes. Se destaca la participación de los accionistas principales en la dirección del negocio, lo que refleja una vinculación directa entre la toma de decisiones estratégicas y los intereses de los socios mayoritarios.

La estructura ejecutiva y operativa está conformada por un equipo multidisciplinario de profesionales que cubren funciones clave para el desarrollo de la organización. Se cuenta con siete gerencias: Gerencia General, Gerencia Administrativa, Gerencia de Proyectos, Gerencia de Compras y Contrataciones, Gerencia Técnica, Gerencia Comercial y Gerencia de Postventa. Es relevante señalar que los principales accionistas no integran esta estructura ejecutiva, lo cual refleja un adecuado nivel de independencia entre la propiedad y la gestión.

Sallum & Wenz se encuentra directamente vinculada con la empresa Innova Asunción, una desarrolladora inmobiliaria orientada a atender la demanda de viviendas en la capital, en la que posee una inversión de Gs. 5.117 millones. Asimismo, existen vinculaciones a través de sus dos accionistas mayoritarios con otras empresas del rubro inmobiliario: Emsa Inmobiliaria, Centro Este, Génesis Desarrollo Inmobiliario, Innova Pacheco y Check S.R.L.

La compañía cuenta con un sólido marco de gobierno corporativo, apoyado por una estructura organizacional consolidada y por mecanismos de control. El Directorio actúa con independencia de la gestión operativa, siendo responsable de delinear la estrategia empresarial y supervisar su ejecución. En el 2024, se reforzó el monitoreo estratégico a través de reuniones mensuales formalizadas, respaldadas por la incorporación de un asesor ejecutivo independiente contratado por el Directorio, cuya función es brindar una visión imparcial sobre el avance de los objetivos institucionales.

Por su parte, la estructura ejecutiva atravesó un proceso de transición con la designación de un nuevo Gerente General proveniente del equipo interno, cuya experiencia técnica y visión comercial fueron determinantes en su selección. El equipo gerencial es sometido a evaluaciones semestrales bajo criterios objetivos de desempeño, en un proceso conducido con el acompañamiento de consultores especializados en gestión de talento.

La asamblea de accionistas es la encargada de decidir anualmente el destino de las utilidades. En ese sentido, en la asamblea celebrada el 20 de marzo de 2025, se decidió que del resultado del ejercicio 2024, el cual ascendió Gs. 4.675 millones, se destine a Reserva legal la suma de Gs. 234 millones, se destine a Reserva Facultativa Gs. 2.255 millones, y el saldo de Gs. 2.186 millones des distribuido entre los accionistas en proporción a la participación accionaria y en función a la disponibilidad de la compañía.

GESTIÓN OPERATIVA DEL NEGOCIO

Mejoras tecnológicas implementadas para mejorar la gestión de riesgos del negocio, con oportunidades de mejoras mediante la actualización de manuales y políticas internas

Con respecto a la modalidad de ventas y facturación, la empresa establece las condiciones de pago en el contrato con el cliente. La propuesta técnico-comercial incluye un flujo financiero que contempla el pago de un anticipo del 10% al 30% antes del inicio de la obra. Mensualmente se realiza una certificación de avance, a partir de la cual se emite la factura correspondiente, descontando el porcentaje del anticipo inicial y una retención caucional del 5%, con un plazo de pago que varía entre 10, 20 o 30 días, según lo acordado. La retención del 5% se factura una vez finalizada la obra y realizada la recepción definitiva por parte del cliente, generalmente dentro de los 90 días posteriores. Este esquema asegura una gestión ordenada de los pagos y respalda el cumplimiento de las condiciones contractuales.

Con el objetivo de mitigar los riesgos de liquidez y operacional, en el 2024 se implementó un sistema de gestión integral basado en SAP, complementado con un módulo desarrollado a medida para la gestión de obras. Este módulo permite un seguimiento completo del ciclo operativo de los proyectos de construcción, desde la oferta al cliente hasta la certificación final, facilitando una visibilidad en tiempo real de los compromisos financieros asociados a cada contratación.

Adicionalmente cuenta con líneas de crédito aprobadas con dos entidades financieras locales, lo que fortalece su gestión de riesgo de liquidez al brindar acceso inmediato a financiamiento en caso de necesidades imprevistas de caja. Sin embargo, para consolidar las recientes mejoras implementadas, se recomienda la actualización de los manuales y políticas internas, lo que permitirá alinear los procesos operativos con las nuevas herramientas tecnológicas.

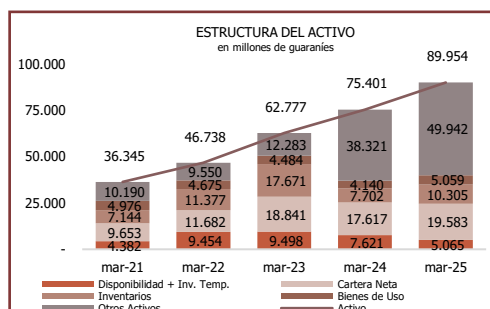
En el 2024, la compañía realizó una importante mejora en materia de control interno y transparencia mediante la implementación del sistema ERP SAP, complementado con una aplicación desarrollada específicamente para el monitoreo y control de obras, lo que permitió optimizar la gestión de recursos y reforzar los mecanismos de supervisión operativa, aunque también se identificaron oportunidades de mejoras en el proceso de control de costos. Si bien, no cuenta con un área de auditoría interna, cuenta con la certificación ISO 9001:2015, acompañado de un plan de auditoría que alcanzó un cumplimiento del 100% en el último año.

La infraestructura tecnológica está compuesta por tres sistemas operativos distribuidos en dos servidores físicos y una PC adicional, la cual tiene respaldo en la nube para proteger la información. También posee un dispositivo de almacenamiento NAS que tiene la capacidad de realizar copias de seguridad tanto en la nube como localmente, lo que permite mayor flexibilidad en la protección de los datos. Además, está en proceso de adquirir soluciones que refuercen la ciberseguridad y aseguren la continuidad operativa ante posibles amenazas. Como parte de esta mejora, se está evaluando la implementación de un servicio que optimice la conectividad y el rendimiento de la infraestructura, incluyendo también funciones de ciber protección y almacenamiento en la nube.

SITUACIÓN FINANCIERA

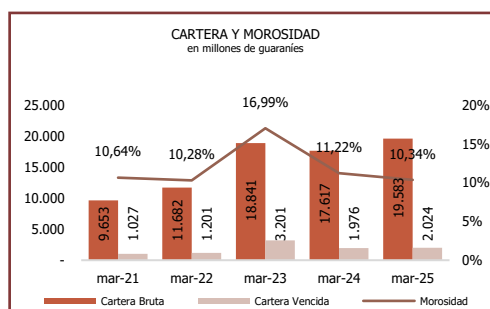
ESTRUCTURA Y CALIDAD DE ACTIVOS

Crecimiento continuo del activo impulsado por el mayor dinamismo en el desarrollo de sus proyectos inmobiliarios, con participación mayoritaria de los créditos corrientes, anticipos a subcontratistas y retenciones a cobrar



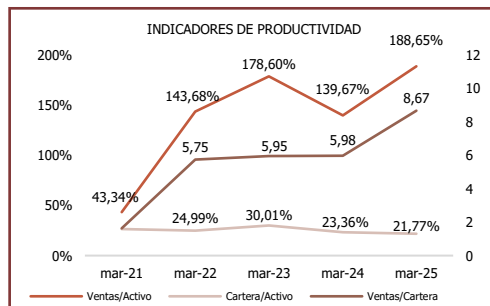
El total de activos de la compañía ha evidenciado una trayectoria de crecimiento sostenido en los últimos años, en línea con la expansión de sus operaciones y el mayor dinamismo en el desarrollo de proyectos inmobiliarios, con una tasa promedio de crecimiento de 30,18% en el periodo 2020-2024.

Al cierre del primer trimestre de 2025, los activos aumentaron 19,30% interanual, pasando de Gs. 75.401 millones a Gs. 89.954 millones, impulsado mayormente por el incremento del 90,84% en las retenciones de obras a cobrar, desde Gs. 6.758 millones hasta Gs. 12.897 millones, correspondientes a las retenciones temporales de los clientes como garantía de cumplimiento.



La cartera de créditos de la firma se origina a partir de la facturación mensual de los certificados por avance de obras, llegando a Gs. 18.256 millones en Mar25. En términos de calidad, los créditos vencidos superiores a 60 días de mora aumentaron ligeramente en 2,43% interanual, desde Gs. 1.976 millones en Mar24 hasta Gs. 2.024 millones en Mar25, lo que generó un indicador de morosidad de 10,34, mientras que la morosidad respecto al patrimonio se incrementó desde de 5,87% a 6,45%.

Por su parte, el inventario creció 33,80% interanual, pasando de Gs. 7.702 millones a Gs. 10.305 millones, y este se compone de materiales de construcción (43,81%), obras en ejecución (29,12%), inmuebles para loteamiento (10,40%), inmuebles para la construcción (9,70%) y los departamentos del Edificio Branka (6,86%).

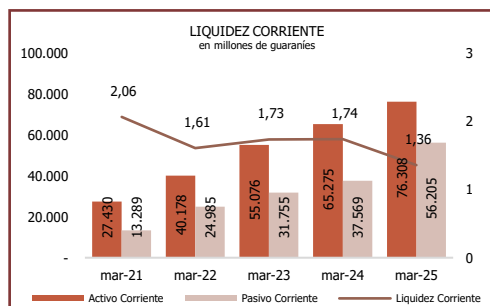


Otro componente relevante del activo son los anticipos, cuyo saldo se incrementó 20,32% desde Gs. 15.774 millones hasta Gs. 18.980 millones, correspondientes en un 92,08% a los anticipos otorgados a subcontratistas de obras, por un monto de Gs. 17.477 millones.

Salum & Wenz mantiene inversiones por Gs. 6.102 millones en Innova Asunción S.A., una sociedad del rubro inmobiliario constituida en el 2019 con el objetivo de atender a la demanda de viviendas en la capital del país y que cuenta con tres importantes proyectos residenciales. En términos de productividad, los indicadores muestran niveles elevados: la relación Ventas/Activo se situó en 188,65%, mientras que la relación Venta/Cartera alcanzó 8,67.

LIQUIDEZ Y FINANCIAMIENTO

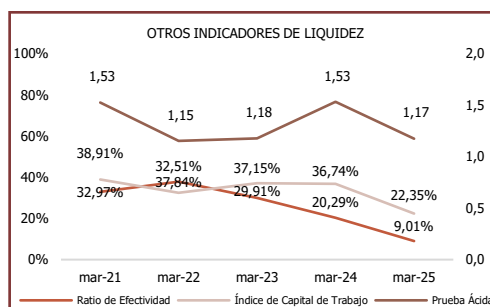
Disminución de los indicadores de liquidez al primer trimestre de 2025, con una estructura de financiamiento centrado en los ingresos diferidos y la deuda comercial de corto plazo



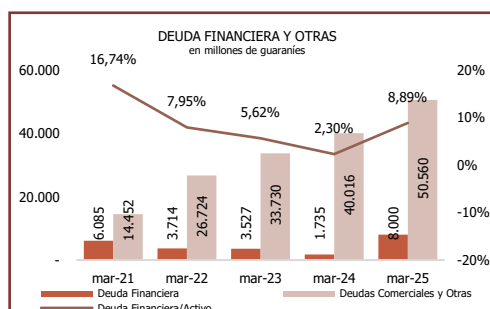
La posición de liquidez de la empresa ha registrado una tendencia decreciente al cierre de los últimos años, conforme al aumento del financiamiento del negocio a través de las deudas bancarias y comerciales corrientes, aunque sus realizables de corto plazo se han mantenido por encima de sus niveles de deuda corriente.

En esa misma línea, al primer trimestre de 2025, el activo corriente creció 16,90% interanual, de Gs. 65.275 millones en Mar24 a Gs. 76.308 millones en Mar25. Sin embargo, el pasivo corriente creció a un mayor ritmo de 49,60% desde Gs. 37.569 millones hasta Gs. 56.205 millones.

Esto último fue impulsado principalmente por el aumento de la deuda comercial y la aparición de deuda bancaria de corto plazo por Gs. 8.000 millones, reflejando la necesidad de financiamiento adicional para el negocio. Esto generó la reducción del indicador de liquidez corriente desde 1,74 hasta 1,36 en ese mismo periodo.



Los demás indicadores de liquidez presentaron un comportamiento similar, con una prueba ácida que disminuyó de 1,53 a 1,17 y un índice de capital de trabajo que pasó de 36,74% a 22,35%. Asimismo, el saldo de las disponibilidades e inversiones temporales en conjunto bajó 33,54% desde Gs. 7.621 millones hasta Gs. 5.065 millones, lo que generó a su vez la reducción del ratio de efectivo de 20,29% a 9,01%.

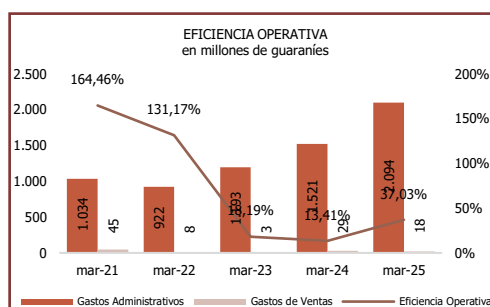


La estructura de financiamiento no ha registrado importantes cambios, continuando la participación mayoritaria de los ingresos diferidos y la deuda comercial. El saldo conjunto de estas obligaciones creció 30,70% interanual hasta Gs. 38.270 millones en Mar25, representando el 65,35% del pasivo total, con una incidencia del 42,54% en el activo.

Por su parte, la incidencia de la deuda financiera en el activo registró un incremento desde 2,30% en Mar24 hasta 8,89% en Mar25, llegando a niveles similares a los periodos anteriores en los que se mantenían obligaciones bursátiles. Esta variación se explica por el aumento de la deuda financiera desde Gs. 1.735 millones hasta Gs. 8.000 millones.

GESTIÓN Y ESTRUCTURA OPERATIVA

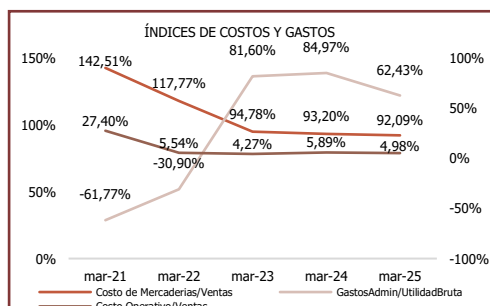
Bajos niveles relativos de eficiencia operativa vinculada a los altos costos de construcción de obras, aunque con una leve mejora impulsada por el desempeño interanual de las ventas



La estructura operativa de la empresa se caracteriza por una elevada presión de los costos de ventas sobre los ingresos vinculados a la explotación del negocio, con un promedio de 91,01% durante los últimos cinco años. Al primer trimestre de 2025, estos costos crecieron 59,22% interanual desde Gs. 24.538 millones hasta Gs. 39.070 millones, acompañado por un indicador Costo/Ventas de 92,09%, lo que explica en gran medida los bajos márgenes de utilidad generados por la firma.

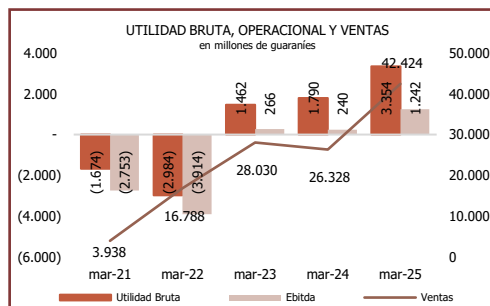
Este crecimiento se debió el aumento de 61,31% de los costos de construcción de obras, los cuales pasaron de Gs. 23.756 millones a Gs. 38.558 millones. Estos a su vez se componen principalmente por los costos de la mano de obra, que aumentaron desde Gs. 4.225 millones hasta Gs. 21.976 millones, así como de los costos de los materiales utilizados en las obras de construcción que pasaron de Gs. 4.388 millones a Gs. 12.841 millones.

Por su parte, el indicador de eficiencia operativa, medido por la relación entre la utilidad operacional y la utilidad bruta, se incrementó de 13,41% en Mar24 a 37,03% en Mar25. Esta variación se explica por el aumento del 37,67% en los gastos administrativos, que pasaron de Gs. 1.521 millones a Gs. 2.094 millones, el cual fue acompañado por un crecimiento aún mayor en la utilidad bruta. Asimismo, la presión de los gastos operacionales en su conjunto sobre las ventas disminuyó de 5,89% a 4,98% en ese mismo periodo.



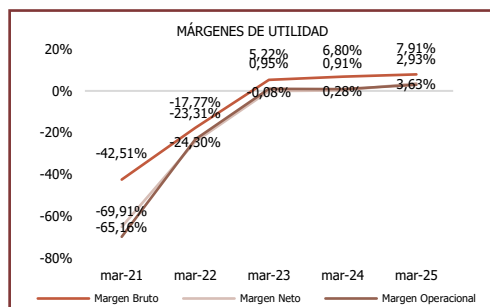
UTILIDAD Y RENTABILIDAD

Crecimiento interanual de las ventas y los resultados, aunque con moderados márgenes de utilidad relacionados a la elevada estructura de costos



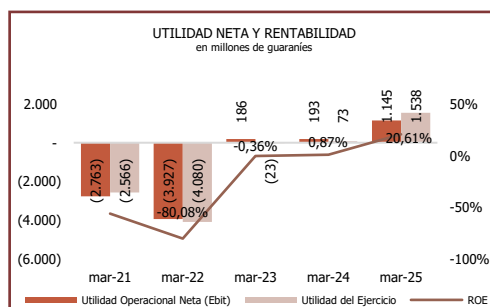
Las ventas comenzaron a crecer por encima de sus niveles históricos a partir del ejercicio 2022, impulsado por los ingresos por servicios de construcción, los cuales representaron, en promedio, el 95% de sus ingresos operativos de los últimos ejercicios. Al primer trimestre de 2025, las ventas aumentaron 61,14% interanual desde Gs. 26.328 millones hasta Gs. 42.424 millones.

Considerando las ventas desagregadas, se registró un aumento de los ingresos por servicios de construcción de 58,62%, desde Gs. 26.456 millones en Mar24 hasta Gs. 41.965 millones en Mar25, siendo el componente más relevante en términos de crecimiento, mientras que los ingresos por proyectos realizados también se incrementaron desde Gs. 55 millones hasta Gs. 459 millones en ese mismo periodo.



Ante el mejor desempeño de las ventas, la utilidad bruta presentó un crecimiento de 87,37% interanual, pasando de Gs. 1.790 millones hasta Gs. 3.354 millones, acompañado de un reducido margen bruto de 7,91%, lo que responde a los elevados costos de obras de construcción que absorben una relevante proporción de las ventas.

Asimismo, la utilidad operacional (Ebitda) se incrementó 4,18 veces desde Gs. 240 millones a Gs. 1.242 millones, acompañado igualmente de un moderado margen operativo de 2,93%, aunque este presentó una mejora respecto al 0,91% del mismo periodo del año anterior.

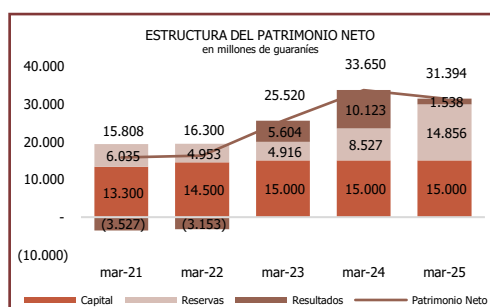


Adicionalmente, la utilidad no operacional creció desde una cifra negativa de Gs. 70 millones hasta Gs. 580 millones, compuesto principalmente por los ingresos generados a partir de la venta de activos fijos y la ganancia por diferencia de cambio. Con esto, la utilidad neta se incrementó desde Gs. 73 millones en Mar24 hasta Gs. 1.538 millones en Mar25, con lo cual, el margen neto pasó de 0,28% a 3,63%.

De esta forma, la rentabilidad del patrimonio (ROE) aumentó desde 0,87% en Mar24 hasta 20,61% en Mar25, así como la rentabilidad del activo (ROA) que pasó de 0,39% a 6,84% en ese mismo periodo, ambos considerados niveles razonables para el tipo de negocio.

SOLVENCIA Y ENDEUDAMIENTO

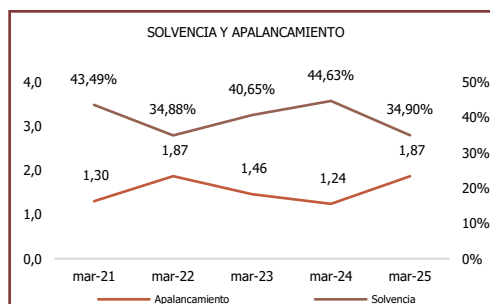
Aumento del apalancamiento impulsado por las mayores obligaciones financieras y los ingresos diferidos, con moderados niveles de solvencia patrimonial, lo que responde a su modelo de negocio



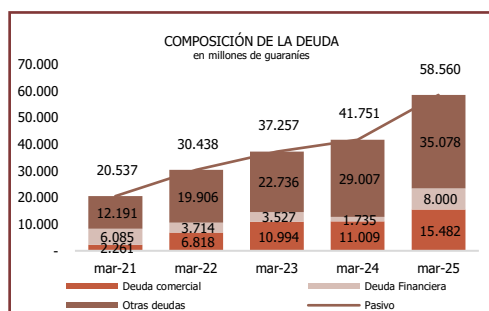
El capital integrado de la empresa se mantuvo invariable en los últimos tres años, totalizando Gs. 15.000 millones, conformados por 15.000 acciones ordinarias con un valor nominal de Gs. 1 millón cada una.

En cambio, las reservas crecieron 74,22%, pasando de Gs. 8.527 millones en Mar24 a Gs. 14.856 millones en Mar25, tras la constitución de reservas facultativas a partir de las utilidades no distribuidas del 2023 y el 2024, con el fin de hacer frente a futuras contingencias.

No obstante, el patrimonio neto disminuyó 6,70% interanual, desde Gs. 33.650 millones hasta Gs. 31.394 millones, debido a la reducción de los resultados acumulados. Esta situación, junto con el crecimiento del endeudamiento, generó la reducción de la solvencia patrimonial desde 44,63% hasta 34,90%, aunque todavía representa un nivel razonable para el tipo de negocio.



Por otra parte, al primer trimestre de 2025, la estructura de la deuda presenta una participación mayoritaria de los ingresos diferidos de corto plazo, los cuales crecieron 24,72% interanual desde Gs. 18.272 millones hasta Gs. 22.788 millones. Estos ingresos corresponden a los anticipos recibidos de los clientes, en línea con la naturaleza del negocio y su estrategia de financiamiento, y que posteriormente serán reconocidos en el estado de resultados.



Además, la deuda con proveedores creció 40,62% desde Gs. 11.009 millones en Mar24 hasta Gs. 15.482 millones en Mar25, al igual que las retenciones a subcontratistas a pagar que aumentaron 26,03% desde Gs. 4.326 millones a Gs. 5.452 millones en ese mismo periodo.

Asimismo, la firma mantiene obligaciones financieras con dos entidades bancarias locales, por un total de Gs. 8.000 millones, y entre las demás obligaciones se destacan los dividendos a pagar por Gs. 2.614 millones. En este contexto, el total de pasivos creció 40,26% interanual desde Gs. 41.751 millones hasta Gs. 58.560 millones, continuando con su tendencia creciente.

Ante este escenario de mayor endeudamiento y menor patrimonio, el nivel de apalancamiento se elevó desde 1,24 en Mar24 hasta 1,87 en Mar25. No obstante, ante el importante aumento interanual del resultado operativo, la relación Deuda/Ebitda (anualizado) bajó de 43,49 a 11,79.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO

FLUJO DE CAJA PROYECTADO En millones de Guaraníes								
Ingresos y Egresos	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Ingresos por cobro de servicios	186.407	179.142	182.130	188.005	198.547	210.370	222.902	236.272
Otros ingresos	3.783	2.414	476	476	524	524	524	524
Ingresos Operativos	190.190	181.556	182.606	188.481	199.071	210.894	223.426	236.796
Pago de mano de obras y servicios	-114.867	-106.128	-112.496	-116.683	-123.684	-131.105	-138.972	-147.310
Pago de materiales	-46.521	-43.465	-44.717	-46.382	-47.572	-49.323	-51.765	-52.282
Otros gastos	-17.568	-17.533	-17.080	-18.039	-19.029	-19.948	-20.765	-21.640
Egresos operativos	-178.956	-167.126	-174.293	-181.104	-190.285	-200.376	-211.502	-221.231
Inversiones	-1.500	-304	-2.493	522	5.936	7.541	2.327	1.962
FLUJO OPERATIVO	9.734	14.126	5.820	7.899	14.722	18.059	14.251	17.527
Préstamos bancarios	8.944	-	-	-	-	-	-	-
Emisión de bonos	8.000	4.000	4.000	4.000	-	-	-	-
Ingresos financieros	16.944	4.000	4.000	4.000	-	-	-	-
Amortización de préstamos	-17.846	-	-	-	-	-	-	-
Pago de intereses préstamos	-685	-	-	-	-	-	-	-
Amortización de bonos	-	-	-	-	-8.000	-4.000	-4.000	-4.000
Pago de intereses de bonos	-	-1.134	-1.588	-2.042	-2.268	-1.134	-681	-227
Pago de dividendos	-3.724	-5.285	-8.801	-9.946	-10.418	-11.389	-12.427	-15.227
Gastos Financieros	-208	-110	-110	-110	-62	-62	-62	-62
Egresos financieros	-22.462	-6.529	-10.498	-12.097	-20.748	-16.585	-17.169	-19.516
FLUJO FINANCIERO	-5.518	-2.529	-6.498	-8.097	-20.748	-16.585	-17.169	-19.516
FLUJO DE CAJA	4.216	11.598	-678	-198	-6.026	1.475	-2.918	-1.989
Saldo Inicial	1.729	5.945	17.543	16.865	16.667	10.641	12.116	9.198
FLUJO FINAL ACUMULADO	5.945	17.543	16.865	16.667	10.641	12.116	9.198	7.209

Salum & Wenz ha presentado su flujo de caja proyectado para el periodo 2025-2032, el cual contempla la amortización completa de las series a ser emitidas dentro del PEG G3, conforme a su calendario de vencimiento. Los ingresos por cobro de servicios presentan un crecimiento sostenido a lo largo del periodo analizado, a una tasa promedio del 6% anual, pasando de Gs. 186.407 millones en 2025 a Gs. 236.272 millones en 2032, lo que refleja una tendencia positiva en la actividad principal de la compañía, conforme a sus expectativas de expansión y mayor participación en proyectos inmobiliarios.

Con relación a los egresos operativos, el pago de mano de obra y servicios representa la parte más relevante, absorbiendo aproximadamente el 60% de los ingresos operativos y mostrando un crecimiento gradual cada año. Los pagos de materiales y otros gastos también crecen, aunque en menor medida, contribuyendo al aumento total de los egresos operativos, que pasan de Gs. 178.956 millones en 2025 a Gs. 221.231 millones en 2032.

En cuanto al flujo de inversiones, las cifras negativas del periodo 2025-2027 reflejan los efectos de los desembolsos de fondos a ser captados a través de la emisión de bonos, que serán aplicados para la adquisición de activos fijos y la participación en inversiones inmobiliarias. Se estima una rentabilidad del 50% a ser recuperado a partir del siguiente año, y cuyo efecto es evidenciado a partir del mayor flujo de inversiones positivo en el 2029. Como resultado, el flujo operativo permanece positivo en todo el periodo, con valores que fluctúan entre Gs. 5.820 millones y Gs. 18.059 millones, por lo que se proyecta una sólida capacidad de generación de efectivo a partir de las operaciones.

Con respecto al flujo financiero, para el 2025 se prevé una entrada de Gs. 16.944 millones, provenientes de préstamos bancarios por Gs. 8.944 millones y la emisión parcial de bonos por Gs. 8.000 millones, los que serán aplicados a la reestructuración de pasivos financieros con vencimientos en ese mismo año. Durante el periodo 2026-2028, se proyecta colocar gradualmente el saldo del PEG G3, cuyos fondos serán utilizados para financiar nuevos proyectos de inversión.

Por su parte, los egresos financieros comprenden amortizaciones de préstamos y bonos, pago de intereses y distribución de dividendos. La amortización del principal de los bonos se encuentra distribuida de manera razonable durante el periodo 2029-2032, evitando una concentración excesiva de vencimientos de capital en un solo año. El pago de dividendos muestra una tendencia creciente, pasando de Gs. 3.724 millones en 2025 a Gs. 15.227 millones en 2032, reflejando una política de

distribución progresiva, alineada con el crecimiento esperado. Estas salidas de fondos generan un flujo financiero negativo todos los años, lo que implica que la actividad financiera absorbe una parte relevante del flujo operativo.

Finalmente, el flujo acumulado presenta una trayectoria ascendente hasta 2028, pasando de Gs. 5.945 millones en 2025 a Gs. 16.667 millones. A partir de ese año, se proyecta una disminución, explicada principalmente por las amortizaciones de capital de la serie de bonos, cerrando en Gs. 7.209 millones en el último ejercicio. Esta evolución refleja que la empresa prevé generar los recursos necesarios para el cumplimiento de sus obligaciones mayormente a partir de sus propias operaciones, reduciendo gradualmente su dependencia del financiamiento externo.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G3	
Características	Detalle
Emisor	Salum & Wenz S.A.
Aprobación	Acta N° 204/2025 de fecha 11 de julio de 2025
Tipo	Bonos
Denominación del Programa	G3
Moneda y monto	Gs. 20.000.000.000.- (Guaraníes veinte mil millones)
Cortes mínimos	Gs. 1.000.000 (Guaranés un millón)
Plazo de vencimiento	1.095 días (3 años) a 2.920 días (8 años)
Tasa de Interés	A ser definidas en cada serie a ser emitida dentro del programa
Pago de Intereses y Capital	A ser definidos en cada serie a ser emitida dentro del programa
Destino de Fondos	Entre el 40% y 60% será destinado a inversiones, y entre el 60% y 40% para reestructuración de deuda
Rescate Anticipado	Conforme a lo establecido en el Art. 58 de la Ley 5810/2017 y la Resolución BVPASA N.º 3090/24 de fecha 12/08/2024
Garantía	Común
Agente Organizador y Colocador	CADIEM Casa de Bolsa S.A.
Representante de Obligacionistas	Mersán Abogados S.R.L.

Salum & Wenz S.A. aprobó las condiciones de la emisión de bonos bajo el PEG G3 por un monto máximo de Gs. 20.000 millones, según consta en el Acta de Directorio N° 204/25 de fecha 11 de julio de 2025, cuyos fondos serán destinados entre un 40% y 60% para la realización de inversiones, y entre un 60% y un 40% para la reestructuración de pasivos con dos entidades financieras locales.

Las inversiones se refieren a aquellos desembolsos realizados para la adquisición de activos de largo plazo para la participación en proyectos de desarrollo inmobiliario previstos para el 2026, 2027 y 2028. Por otra parte, la definición de los pagos de reestructuración de pasivos está sujeto a la fecha que se defina emitir los bonos y las condiciones del mercado bursátil en ese momento.

El Programa de Emisión Global G3, sumado a la deuda financiera total, fueron considerados para evaluar la capacidad de endeudamiento y la solvencia de la empresa, de acuerdo con su situación financiera actual y al flujo de caja proyectado. De esta forma, se ha evaluado el impacto de esta emisión de bonos sobre los principales indicadores de Liquidez, Solvencia y Rentabilidad, a fin de determinar la importancia relativa del endeudamiento sobre la generación de utilidades y la sostenibilidad del negocio.

Como resultado de la evaluación realizada, se puede concluir que la firma cuenta con adecuado margen para seguir apalancando el negocio, considerando que ha mantenido adecuados indicadores de gestión financiera y operativa en los últimos años, lo que ha contribuido al sostenimiento del negocio, registrando razonables niveles de solvencia patrimonial y endeudamiento.

ANTECEDENTES DE EMISIONES ANTERIORES

Desde su inscripción ante la Bolsa de Valores de Asunción (BVA), Salum & Wenz ha realizado una emisión de bonos bajo el sistema electrónico de negociación, con la denominación PEG G2 en el año 2020, por un monto de Gs. 3.000.000.000 millones, divididos en dos series de Gs. 1.500.000.000 cada una. Cabe mencionar que a la fecha del presente informe de calificación, la totalidad de las obligaciones correspondientes a dicho programa se encuentran canceladas.

PROGRAMA	AÑO DE EMISIÓN	MONTO EMITIDO	MONTO COLOCADO	MONTO PAGADO	SALDO VIGENTE
PEG G1	2011	0	0	0	0
PEG G2	2020	3.000.000.000	3.000.000.000	3.000.000.000	0
TOTAL					0

CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADOS MAR25
En millones de guaraníes

BALANCE GENERAL	mar-21	mar-22	mar-23	mar-24	mar-25	Var%
ACTIVO	36.345	46.738	62.777	75.401	89.954	19,30%
Activo Corriente	27.430	40.178	55.076	65.275	76.308	16,90%
Disponibilidades	4.090	6.845	6.079	5.476	1.550	-71,69%
Inversiones temporales	292	2.609	3.419	2.145	3.515	63,87%
Créditos Netos CP	9.190	11.682	18.841	17.617	18.256	3,63%
Inventario	7.144	11.377	17.671	7.702	10.305	33,80%
Anticipos a recuperar	0	178	6	15.774	18.980	20,32%
Retenciones a cobrar	0	0	0	6.758	12.897	90,84%
Otros activos corrientes	6.714	7.487	9.060	9.803	10.805	10,22%
Activo no corriente	8.915	6.560	7.701	10.126	13.646	34,76%
Bienes de uso	4.976	4.675	4.484	4.140	5.059	22,20%
Créditos Netos LP	463	0	0	0	1.327	n/a
Inversiones LP	2.572	1.281	1.301	4.817	6.102	26,68%
Otros activos no corrientes	904	604	1.916	1.169	1.158	-0,94%
PASIVO	20.537	30.438	37.257	41.751	58.560	40,26%
Pasivo corriente	13.289	24.985	31.755	37.569	56.205	49,60%
Deuda comercial	2.261	6.818	10.994	11.009	15.482	40,63%
Deuda bancaria	2.058	0	0	0	8.000	n/a
Deuda bursátil	268	236	391	21	0	-100,00%
Ingresos diferidos CP	8.450	17.308	19.622	18.272	22.788	24,72%
Retenciones a pagar	0	0	0	4.326	5.452	26,03%
Otras deudas	252	623	748	3.941	4.483	13,75%
Pasivo no corriente	7.248	5.453	5.502	4.182	2.355	-43,69%
Deuda bursátil LP	3.759	3.478	3.136	1.714	0	-100,00%
Otras deudas LP	3.489	1.975	2.366	2.468	2.355	-4,58%
PATRIMONIO NETO	15.808	16.300	25.520	33.650	31.394	-6,70%
Capital	13.300	14.500	15.000	15.000	15.000	0,00%
Reservas	6.035	4.953	4.916	8.527	14.856	74,22%
Resultados Acumulados	-961	927	5.627	10.050	0	-100,00%
Resultado del Ejercicio	-2.566	-4.080	-23	73	1.538	2006,85%
ESTADO DE RESULTADOS	mar-21	mar-22	mar-23	mar-24	mar-25	Var%
Ventas	3.938	16.788	28.030	26.328	42.424	61,14%
Costos	-5.612	-19.772	-26.568	-24.538	-39.070	59,22%
Utilidad bruta	-1.674	-2.984	1.462	1.790	3.354	87,37%
Gastos de Ventas	-45	-8	-3	-29	-18	-37,93%
Gastos Administrativos	-1.034	-922	-1.193	-1.521	-2.094	37,67%
Utilidad operacional (EBITDA)	-2.753	-3.914	266	240	1.242	417,50%
Depreciaciones y amortizaciones	-10	-13	-80	-47	-97	106,38%
Utilidad operacional neta (EBIT)	-2.763	-3.927	186	193	1.145	493,26%
Gastos financieros	-111	-96	-85	-50	-187	274,00%
Utilidad ordinaria	-2.874	-4.023	101	143	958	569,93%
Resultados no operativos	308	-57	-124	-70	580	-928,57%
Utilidad antes de impuestos	-2.566	-4.080	-23	73	1.538	2006,85%
Impuesto a la renta	0	0	0	0	0	n/a
Utilidad del ejercicio	-2.566	-4.080	-23	73	1.538	2006,85%

CUADRO COMPARATIVO DEL BALANCE Y ESTADO DE RESULTADOS Dic24
En millones de guaraníes

BALANCE GENERAL	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	Var%
ACTIVO	32.961	43.429	64.968	75.371	92.969	23,35%
Activo Corriente	24.522	36.911	58.205	63.993	80.435	25,69%
Disponibilidades	2.263	3.671	11.481	6.944	1.148	-83,47%
Inversiones temporales	41	1.549	4.600	3.220	596	-81,49%
Créditos Netos CP	8.758	13.887	16.633	16.981	26.665	57,03%
Inventario	6.441	9.959	18.076	5.970	9.427	57,91%
Anticipos a recuperar	9	343	6	15.452	19.815	28,24%
Retenciones a cobrar	1	0	0	5.882	10.928	85,79%
Otros activos corrientes	7.009	7.502	7.409	9.544	11.856	24,22%
Activo no corriente	8.439	6.518	6.763	11.378	12.534	10,16%
Bienes de uso	4.975	4.633	4.521	4.111	5.019	22,09%
Créditos Netos LP	0	0	0	0	0	n/a
Inversiones LP	2.572	1.281	1.301	4.817	5.117	6,23%
Otros activos no corrientes	892	604	941	2.450	2.398	-2,12%
PASIVO	14.587	23.049	39.425	42.405	60.926	43,68%
Pasivo corriente	7.014	17.609	33.449	38.165	58.619	53,59%
Deuda comercial	4.161	7.678	8.839	14.535	23.064	58,68%
Deuda bancaria	1.000	1.029	0	0	9.092	n/a
Deuda bursátil	346	314	317	21	0	-100,00%
Ingresos diferidos CP	1.031	8.089	22.406	16.599	17.040	2,66%
Retenciones a pagar	0	0	0	3.772	4.571	21,18%
Otras deudas	476	499	1.887	3.238	4.852	49,85%
Pasivo no corriente	7.573	5.440	5.976	4.240	2.307	-45,59%
Deuda bursátil LP	3.759	3.478	3.161	1.754	76	-95,67%
Otras deudas LP	3.814	1.962	2.815	2.486	2.231	-10,26%
PATRIMONIO NETO	18.374	20.380	25.543	32.967	32.043	-2,80%
Capital	16.730	14.500	15.000	15.000	15.000	0,00%
Reservas	2.605	4.953	4.916	7.469	12.368	65,59%
Resultados Acumulados	0	-961	0	0	0	n/a
Resultado del Ejercicio	-961	1.888	5.627	10.498	4.675	-55,47%
ESTADO DE RESULTADOS	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	Var%
Ventas	60.601	56.823	111.142	132.160	156.210	18,20%
Costos	-57.736	-50.360	-101.328	-115.573	-144.507	25,04%
Utilidad bruta	2.865	6.463	9.814	16.587	11.703	-29,44%
Gastos de Ventas	-197	-96	-64	-198	-145	-26,77%
Gastos Administrativos	-4.012	-3.798	-4.062	-5.778	-8.274	43,20%
Utilidad operacional (EBITDA)	-1.344	2.569	5.688	10.611	3.284	-69,05%
Depreciaciones y amortizaciones	-46	-545	-343	-788	-336	-57,36%
Utilidad operacional neta (EBIT)	-1.390	2.024	5.345	9.823	2.948	-69,99%
Gastos financieros	-81	-745	-351	-327	-489	49,54%
Utilidad ordinaria	-1.471	1.279	4.994	9.496	2.459	-74,10%
Resultados no operativos	620	974	1.388	2.330	2.806	20,43%
Utilidad antes de impuestos	-851	2.253	6.382	11.826	5.265	-55,48%
Impuesto a la renta	-110	-365	-755	-1.328	-590	-55,57%
Utilidad del ejercicio	-961	1.888	5.627	10.498	4.675	-55,47%

PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA MAR25

En millones de guaraníes y veces						
INDICADOR	mar-21	mar-22	mar-23	mar-24	mar-25	Var%
CARTERA Y MOROSIDAD						
Cartera Bruta	9.653	11.682	18.841	17.617	19.583	11,16%
Cartera Vencida	1.027	1.201	3.201	1.976	2.024	2,43%
Morosidad	10,64%	10,28%	16,99%	11,22%	10,34%	-7,85%
Morosidad respecto al patrimonio	6,50%	7,37%	12,54%	5,87%	6,45%	9,79%
Cartera/Activo	26,56%	24,99%	30,01%	23,36%	21,77%	-6,82%
Ventas/Cartera	163,18%	574,83%	595,09%	597,79%	866,55%	44,96%
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	2,06	1,61	1,73	1,74	1,36	-21,86%
Prueba Ácida	1,53	1,15	1,18	1,53	1,17	-23,37%
Ratio de Efectividad	32,97%	37,84%	29,91%	20,29%	9,01%	-55,58%
Índice de capital de trabajo	38,91%	32,51%	37,15%	36,74%	22,35%	-39,18%
Dependencia de Inventario	-3,96%	33,83%	19,33%	160,10%	319,11%	99,32%
Deuda Financiera/Activo	16,74%	7,95%	5,62%	2,30%	8,89%	286,50%
GESTIÓN						
Rotación de cartera	1,63	6,30	7,35	5,78	9,12	57,92%
Rotación de Inventario	3,14	8,54	7,32	7,74	17,36	124,35%
Periodo Promedio de Cobro	224	58	50	63	40	-36,68%
Periodo Promedio de Pago	36	31	37	40	36	-11,68%
Ciclo operacional	340	101	100	110	61	-44,69%
Apalancamiento Operativo	0,61	0,76	7,86	9,27	2,93	-68,42%
Ventas/Activo	43,34%	143,68%	178,60%	139,67%	188,65%	35,07%
ENDEUDAMIENTO						
Solvencia	43,49%	34,88%	40,65%	44,63%	34,90%	-21,80%
Endeudamiento	56,51%	65,12%	59,35%	55,37%	65,10%	17,57%
Cobertura de las Obligaciones	-82,87%	-62,66%	3,35%	2,56%	8,84%	245,91%
Apalancamiento	1,30	1,87	1,46	1,24	1,87	50,34%
Apalancamiento financiero	2,48	2,76	-19,89	5,92	2,13	-63,99%
Cobertura de Gastos Financieros	-24,80	-40,77	3,13	4,80	6,64	38,37%
Deuda/EBITDA	-1,86	-1,94	35,02	43,49	11,79	-72,90%
Deuda/Ventas	1,30	0,45	0,33	0,40	0,35	-12,96%
RENTABILIDAD						
ROA	-28,24%	-34,92%	-0,15%	0,39%	6,84%	1666,00%
ROE	-55,86%	-80,08%	-0,36%	0,87%	20,61%	2269,43%
Margen Bruto	-42,51%	-17,77%	5,22%	6,80%	7,91%	16,28%
Margen Operacional	-69,91%	-23,31%	0,95%	0,91%	2,93%	221,16%
Margen Neto	-65,16%	-24,30%	-0,08%	0,28%	3,63%	1207,49%
Eficiencia Operativa	164,46%	131,17%	18,19%	13,41%	37,03%	176,19%
Costo de Mercaderías/Ventas	142,51%	117,77%	94,78%	93,20%	92,09%	-1,19%
Costo Operacional/Ventas	27,40%	5,54%	4,27%	5,89%	4,98%	-15,44%
Costo Operacional/Utilidad Bruta	-64,46%	-31,17%	81,81%	86,59%	62,97%	-27,28%
GastosAdmin/UtilidadBruta	-61,77%	-30,90%	81,60%	84,97%	62,43%	-26,53%

PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA Dic24
En millones de guaraníes y veces

INDICADOR	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	Var%
CARTERA Y MOROSIDAD						
Cartera Bruta	8.758	13.887	16.633	16.981	26.665	57,03%
Cartera Vencida	3.326	830	2.530	7.350	1.398	-80,98%
Morosidad	37,98%	5,98%	15,21%	43,28%	5,24%	-87,89%
Morosidad respecto al patrimonio	18,10%	4,07%	9,90%	22,30%	4,36%	-80,43%
Cartera/Activo	26,57%	31,98%	25,60%	22,53%	28,68%	27,30%
Ventas/Cartera	691,95%	409,18%	668,20%	778,28%	585,82%	-24,73%
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	3,50	2,10	1,74	1,68	1,37	-18,16%
Prueba Ácida	2,58	1,53	1,20	1,52	1,21	-20,32%
Ratio de Efectividad	32,85%	29,64%	48,08%	26,63%	2,98%	-88,83%
Índice de capital de trabajo	53,12%	44,44%	38,10%	34,27%	23,47%	-31,52%
Dependencia de Inventario	-62,85%	-15,04%	4,07%	184,59%	320,46%	73,61%
Deuda Financiera/Activo	15,49%	11,10%	5,35%	2,36%	9,86%	318,74%
GESTIÓN						
Rotación de cartera	5,12	5,02	7,28	7,86	7,16	-8,97%
Rotación de Inventario	6,87	6,14	7,23	9,61	18,77	95,27%
Periodo Promedio de Cobro	71	73	50	46	51	9,85%
Periodo Promedio de Pago	26	55	31	45	57	26,91%
Ciclo operacional	124	132	101	84	70	-16,53%
Apalancamiento Operativo	-2,06	3,19	1,84	1,69	3,97	135,10%
Ventas/Activo	183,86%	130,84%	171,07%	175,35%	168,02%	-4,18%
ENDEUDAMIENTO						
Solvencia	55,74%	46,93%	39,32%	43,74%	34,47%	-21,20%
Endeudamiento	44,26%	53,07%	60,68%	56,26%	65,53%	16,48%
Cobertura de las Obligaciones	-19,16%	14,59%	17,00%	27,80%	5,60%	-79,85%
Apalancamiento	0,79	1,13	1,54	1,29	1,90	47,82%
Apalancamiento financiero	2,93	1,91	2,13	1,90	1,62	-14,45%
Cobertura de Gastos Financieros	-16,59	3,45	16,21	32,45	6,72	-79,30%
Deuda/EBITDA	-10,85	8,97	6,93	4,00	18,55	364,24%
Deuda/Ventas	0,24	0,41	0,35	0,32	0,39	21,56%
RENTABILIDAD						
ROA	-2,92%	4,35%	8,66%	13,93%	5,03%	-63,90%
ROE	-4,97%	10,21%	28,25%	46,72%	17,08%	-63,44%
Margen Bruto	4,73%	11,37%	8,83%	12,55%	7,49%	-40,31%
Margen Operacional	-2,22%	4,52%	5,12%	8,03%	2,10%	-73,82%
Margen Neto	-1,59%	3,32%	5,06%	7,94%	2,99%	-62,32%
Eficiencia Operativa	-46,91%	39,75%	57,96%	63,97%	28,06%	-56,14%
Costo de Mercaderías/Ventas	95,27%	88,63%	91,17%	87,45%	92,51%	5,78%
Costo Operacional/Ventas	6,95%	6,85%	3,71%	4,52%	5,39%	19,19%
Costo Operacional/Utilidad Bruta	146,91%	60,25%	42,04%	36,03%	71,94%	99,67%
GastosAdmin/UtilidadBruta	140,03%	58,77%	41,39%	34,83%	70,70%	102,96%

ANEXO

NOTA: El informe fue preparado con base en los estados contables anuales desde diciembre del 2020 al 2024, además de los estados contables intermedios desde marzo 2021 al 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 G3 de **SALUM & WENZ 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. Estados financieros y contables para los periodos desde marzo del 2021 al 2025.
3. Composición y plazos de vencimiento de la cartera de créditos.
4. Política comercial y esquema de financiamiento a clientes.
5. Políticas y procedimientos de créditos y cobranzas.
6. Detalles de composición y evolución de inventarios.
7. Estructura de financiamiento, detalles de sus pasivos.
8. Composición y participación accionaria de la compañía, vinculación con otras empresas.
9. Composición de Directorio y análisis de la propiedad.
10. Antecedentes de la empresa e informaciones generales de las operaciones.
11. Flujo de caja proyectado, con sus respectivos escenarios y supuestos.
12. Prospecto del Programa de Emisión Global G3.

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 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 la empresa **SALUM & WENZ 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: 28 de Agosto de 2025

Fecha de Publicación: 19 de Noviembre de 2025.

Corte de Calificación: 31 de Marzo de 2025

Certificado de Registro SIV N°: PEG_23_08102025 de fecha 8 de Octubre 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

SALUM & WENZ S.A.	CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G3	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 **SALUM & WENZ 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 y los Estados Financieros al 31 de Marzo de 2025 proveídos por la empresa.

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 Espínola Analista de Riesgos lespinola@syr.com.py
---	---