

EMSA INMOBILIARIA S.A.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: G4

MONTO MÁXIMO: Gs. 20.000.000.000

PLAZO MÁXIMO: 8 años.

PEG G4	DIC-2025
CATEGORÍA	pyA
TENDENCIA	Estable

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

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

Solventa&Riskmétrica asigna la calificación **pyA** con tendencia **Estable** para el Programa de Emisión Global **PEG G4** de **EMSA Inmobiliaria S.A.** con fecha de corte al 31 de Diciembre de 2025, fundamentada en el aumento de su cartera de créditos y activos, así como en la favorable evolución de las ventas y las actividades de inversión y desarrollo inmobiliario, acompañado de adecuados niveles de solvencia patrimonial y rentabilidad, esto bajo el contexto de una continua profundización de las mejoras cualitativas y del fortalecimiento de su estructura interna.

En contrapartida, la calificación considera la exposición relativa al riesgo de crédito de su cartera de clientes con respecto a la naturaleza de sus operaciones y las cuentas a cobrar de contratos de largo plazo, con una reducida cobertura de provisiones sobre las cuotas vencidas, y el relativo elevado ciclo operacional para realización líquida de sus activos inmobiliarios.

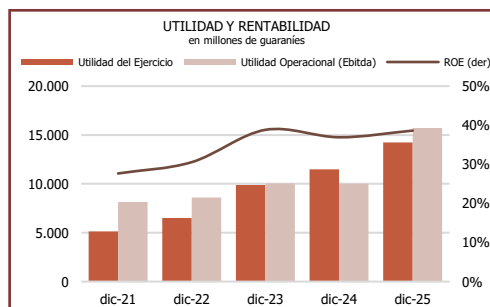
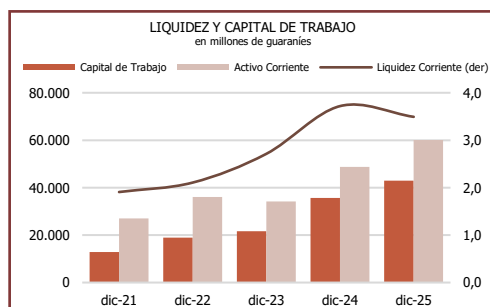
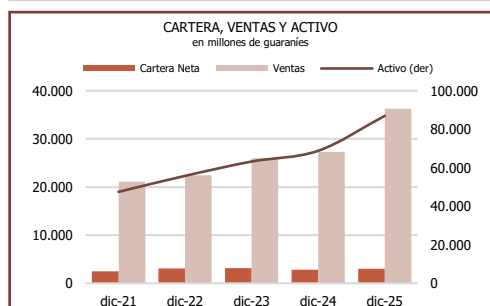
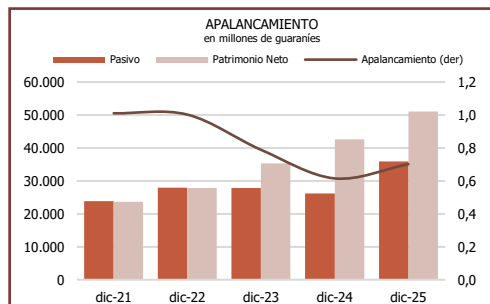
En 2025, el patrimonio neto aumentó 19,93%, desde Gs. 42.601 millones en Dic24 hasta Gs. 51.092 millones en Dic25, con los mayores niveles de capitalización, reservas constituidas y utilidades generadas, mientras que el pasivo creció 36,83%, hasta Gs. 35.848 millones, en mayor proporción a los recursos propios, a través de los mayores niveles de deudas comerciales y bursátiles.

Esto derivó en la disminución del ratio de solvencia patrimonial desde 61,92% a 58,77%, y en el leve aumento del apalancamiento hasta 0,70, pero siendo acompañado por una mayor cobertura de obligaciones de 91,21. Asimismo, el apalancamiento financiero se mantuvo relativamente bajo en 1,78, y con ratios de Deuda/Ventas y Deuda/Ebitda de 0,99 y 2,28, respectivamente, siendo adecuados niveles para el tipo de negocio.

El mayor nivel de financiamiento de las operaciones de corto y largo plazo se reflejó principalmente en el aumento de 28,36% del inventario hasta Gs. 50.472 millones y de 35,79% de los activos para la venta a Gs. 18.461 millones, así como en menor medida en el incremento de las disponibilidades y de la cartera de crédito, que derivaron en la suba de 26,37% del activo hasta Gs. 86.939 millones.

El pasivo corriente aumentó 31,47% hasta Gs. 17.221 millones en Dic25, siendo superior al activo corriente, que creció 23,46% hasta Gs. 60.140 millones, de los cuales el 83,92% corresponde a inventario y el 5,04% a cartera de créditos. Esto derivó en la reducción de los indicadores de liquidez corriente y capital de trabajo hasta 3,49 y 49,37%, mientras que el indicador de prueba ácida bajó desde 0,72 a 0,56, siendo relativamente bajo en 2025, además contempló un leve aumento del ratio de efectividad hasta 13,76%, que se mantiene relativamente razonable ante los nuevos desarrollos y lanzamientos de proyectos.

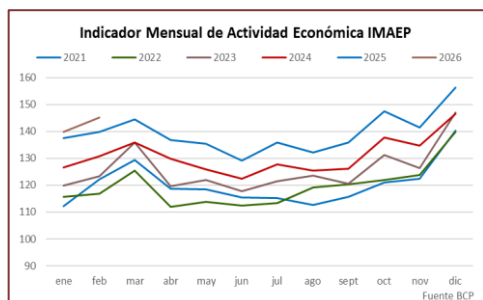
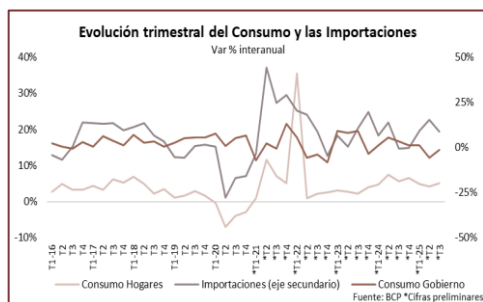
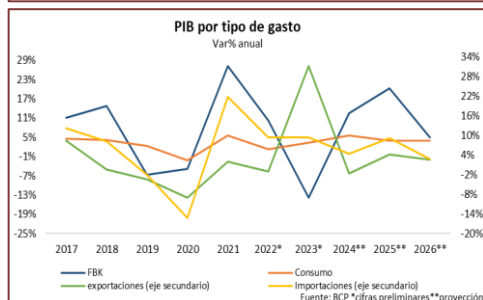
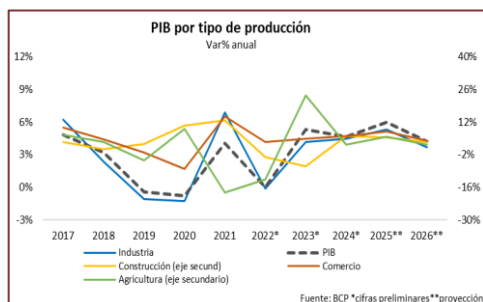
Respecto a las ventas de la empresa crecieron 32,71% hasta Gs. 36.254 millones en Dic25, en línea con el aumento de los contratos firmados con clientes, aunque con mayores costos registrados. Esto generó igualmente Gs. 31.187 millones en utilidad bruta, así como el incremento de la utilidad operativa (Ebitda) de 57,06% hasta Gs. 15.708 millones, frente a los mayores gastos de ventas y administrativos, que alcanzaron Gs. 15.479 millones. Con esto, y luego de mantener un bajo nivel de gastos financieros y un menor nivel de ganancias extraordinarias, la utilidad neta del ejercicio aumentó 23,92% hasta Gs. 14.234 millones, así como la rentabilidad del patrimonio (ROE), que subió hasta 38,62%, ubicándose en un nivel adecuado para el tipo de negocio.



con mayores costos registrados. Esto generó igualmente Gs. 31.187 millones en utilidad bruta, así como el incremento de la utilidad operativa (Ebitda) de 57,06% hasta Gs. 15.708 millones, frente a los mayores gastos de ventas y administrativos, que alcanzaron Gs. 15.479 millones. Con esto, y luego de mantener un bajo nivel de gastos financieros y un menor nivel de ganancias extraordinarias, la utilidad neta del ejercicio aumentó 23,92% hasta Gs. 14.234 millones, así como la rentabilidad del patrimonio (ROE), que subió hasta 38,62%, ubicándose en un nivel adecuado para el tipo de negocio.

TENDENCIA	FORTALEZAS	RIESGOS
La tendencia Estable refleja la adecuada expectativa sobre la situación general de EMSA Inmobiliaria S.A., considerando la continua evolución de sus operaciones e inversiones inmobiliarias, con adecuados niveles de solvencia patrimonial y rentabilidad, bajo el contexto de nuevos desarrollos y proyectos de loteamientos.	- Adecuada solvencia patrimonial con capitalización y reinversión de utilidades. - Aumento continuo de las operaciones inmobiliarias y de los ingresos. - Adecuados márgenes y niveles de rentabilidad. - Profundización de las mejoras cualitativas y fortalecimiento de la estructura interna.	- Exposición al riesgo sistémico de su cartera de clientes y sus cuentas a cobrar de largo plazo, con relativos elevados atrasos en el pago de cuotas. - Baja cobertura de provisiones respecto a la maduración de las cuotas vencidas. - Relativo elevado ciclo operacional para la realización líquida de los activos.

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, pasando 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%, superando 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 inmobiliaria con 36 años de trayectoria, enfocada en la administración de inmuebles y comercialización de lotes, con continuos loteamientos y desarrollo de proyectos en diferentes puntos del país

La empresa se constituyó el 25 de noviembre de 1989 bajo el nombre de PERTL INTHL S.R.L. en Asunción. En 1994, tras la venta y cesión de cuotas sociales, pasó a denominarse EMSA S.R.L. y en 2010 se transformó en sociedad anónima, adoptando la denominación actual: EMSA Inmobiliaria S.A. Actualmente, se dedica a la administración y venta financiada de terrenos propios y de terceros, y se orienta a personas que buscan adquirir un terreno en ubicaciones estratégicas y a inversionistas interesados en diversificar su capital, principalmente a través de loteamientos y proyectos de urbanización.

Asimismo, ofrece servicios complementarios como el diseño de proyectos según requerimientos municipales, apertura de calles, mantenimiento de lotes y administración integral de fraccionamientos. Además, brinda asesoría jurídica, gestiona trámites ante el Ministerio del Ambiente (MADES) y realiza trabajos topográficos necesarios para cada proyecto. Con 36 años de trayectoria, se ha posicionado como un actor relevante dentro de un mercado fragmentado y competitivo, con numerosos participantes, demanda variable y presencia de servicios sustitutos. Cabe señalar que EMSA forma parte de la Cámara Paraguaya de Empresas Loteadoras e Inmobiliarias (CAPELI), que agrupa a las principales empresas del sector.

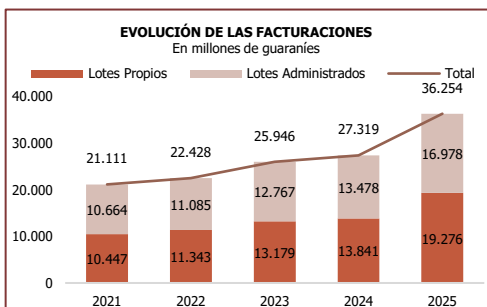
La empresa opera principalmente desde su casa matriz en Asunción, que funciona además como centro administrativo y logístico, siendo apoyada por una red de 9 sucursales en el interior del país. Como parte del fortalecimiento de la imagen corporativa, finalizó la refacción de las sucursales de O'Leary y Pedro Juan Caballero, logrando espacios más modernos y funcionales. Para 2026, proyectó continuar con las mejoras en las sedes de San Ignacio y Santa Rosa.

Durante 2025, ha continuado la expansión de sus actividades inmobiliarias con el lanzamiento de nuevos proyectos en distintos puntos del país. En el primer semestre, inició Sajonia II en Ciudad del Este, seguido por Brisas del Guairá II en Villarrica y Las Lomas II en Santa Rosa, además de Nueva Andalucía III. En el segundo semestre, reforzó su oferta con proyectos como Ñande Renda II en O'Leary, Vistas del Cerro Koi II en Areguá, Colinas del Este en Ciudad del Este, Bosque de Ñanduti en Itauguá y Puerta del Norte en Concepción, cerrando el año con Atardecer y Sendero del Sol.

Para 2026, la empresa reprogramó proyectos de mayor escala con el objetivo de responder mejor a la demanda, entre ellos Rincón del Bosque II en Itá, Riberas del Acaray en Ciudad del Este y la primera etapa sobre la Ruta Loreto-Carduz en Concepción. También previó lanzamientos como Palmas del Norte I y II en Pedro Juan Caballero, la continuidad de Paraíso Alto en O'Leary y el desarrollo de un predio de 8 hectáreas en San Ignacio.

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

El proceso comercial se basó en una estrategia integral que combinó marketing tradicional y digital, mediante el cual captó clientes mediante volantes, puntos de venta en zonas clave y publicidad en diferentes redes sociales, además de la atención directa en sucursales. Asimismo, brindó asesoramiento sobre características, disponibilidades y condiciones de pago, y promovió visitas a los proyectos, concretando ventas directas de loteamientos con puestos instalados en el lugar.

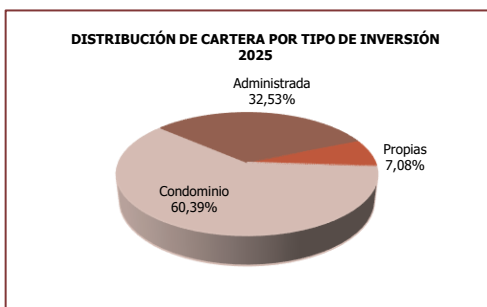


Con respecto a las facturaciones en el 2025, los ingresos se concentraron principalmente en la venta de lotes propios, que aumentaron 39,27%, desde Gs. 13.841 millones hasta Gs. 19.276 millones. Por su parte, los ingresos brutos por administración de lotes crecieron 25,97%, de Gs. 13.478 millones a Gs. 16.978 millones. Con ello, la facturación total aumentó 32,71%, desde Gs. 27.319 millones hasta Gs. 36.254 millones, superando el promedio histórico.

En cuanto a los contratos, la empresa registró un incremento de sus contratos activos frente al año anterior, explicado principalmente por el modelo de condominios, que representó 60,39% del total, consolidándose como el principal motor del negocio. La cartera administrada se mantuvo como un componente estable con el 32,53%, mientras que la cartera propia alcanzó el 7,08% restante..

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

La empresa gestionó un volumen importante de derechos de cobro futuros. El total de contratos vigentes alcanzó Gs. 571.051 millones, de los cuales el 25% del total correspondieron a cartera propia, mientras que el resto perteneció a esquemas como condominios y carteras administradas, donde EMSA actuó como gestora.



El saldo de las cuentas a cobrar de los contratos vigentes de la cartera propia creció 29,78%, desde Gs. 108.121 millones en Dic24 a Gs. 140.325 millones en Dic25, por encima del crecimiento de otras carteras. De la misma forma, el saldo de las comisiones a cobrar por la administración de lotes de terceros presentó un crecimiento interanual de 9,82%, desde Gs. 70.752 millones a Gs. 77.702 millones, sobre una cartera de terceros, que aumentó 10,06%, desde Gs. 391.564 millones a Gs. 430.951 millones. En cuanto al saldo vencido de las cuentas a cobrar disminuyó 8,88% a nivel global y 4,70% en la cartera propia, lo que reflejó una mejora en la calidad de cobro de las cuotas devengadas.

Con respecto a la planificación, se ha profundizado durante el 2025 el proceso de transformación iniciado en 2024, priorizando la reestructuración comercial y la incorporación de Business Intelligence. Durante este ejercicio, el enfoque se desplazó hacia el fortalecimiento de los pilares operativos y la consolidación de los equipos, logrando transitar desde la etapa de diseño hacia la obtención de resultados medibles. Entre los avances más significativos destacó la profesionalización del equipo gerencial, el cual ha alcanzado una adecuada estructura que permite tomar decisiones con independencia operativa, reduciendo la carga en el Directorio.

En términos de gestión financiera, ha evolucionado hacia un modelo de crecimiento rentable y sostenible respaldado por información confiable, complementado con el fortalecimiento del control de costos y cobranzas, así como la consolidación del área de BI mediante tableros de gestión operativos que mejoran la disponibilidad y calidad de los datos para la toma de decisiones estratégicas. Actualmente, la empresa se encuentra en una posición más sólida tras haber formalizado procesos, roles y funciones en su nuevo manual, mientras avanza en la migración hacia un nuevo ERP que actuará como habilitador clave para la próxima etapa de escala en 2026. Con los ejes de estructura y rentabilidad optimizados al 100%, el desafío futuro se centrará en finalizar la implementación tecnológica y sostener esta eficiencia en escenarios de mayor crecimiento.

ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Estructura de propiedad concentrada en los principales accionistas del grupo Salum, con activa participación en la dirección y en la gestión del negocio

PLANA ACCIONARIA 2025					
ACCIONISTAS	Cantidad de Acciones	Monto Integrado	% Particip. en capital	Cantidad de Votos	% Particip. de voto
Edgar Salum	1.425	14.250.000.000	47,50%	1.425	39,58%
Eric Salum	1.365	13.650.000.000	45,50%	1.365	37,92%
Margarita Pérez	60	600.000.000	2,00%	60	1,67%
Acciones Ordinarias Voto Simple	2.850	28.500.000.000	95,00%	2.850	79,17%
Edgar Salum	75	750.000.000	2,50%	375	10,42%
Eric Salum	75	750.000.000	2,50%	375	10,42%
Acciones Ordinarias Voto Múltiple	150	1.500.000.000	5,00%	750	20,83%
Total Acciones Ordinarias	3.000	30.000.000.000	100%	3.600	100,00%
Total Acciones Emitidas	3.000	30.000.000.000	100%	3.600	100,00%

DIRECTORIO - 2025	
Cargo	Nombre y Apellido
Presidente	Arq. Edgar Salum Pires
Vicepresidente	Dr. Eric Salum Pires
Director Titular	Ing. Joaquín Salum
Director Suplente	Abog. Yvo Salum
Director Suplente	Lic. Margarita Pérez
Síndico Titular	C.P. Diana González
Síndico Suplente	Abog. Angela Fabiola Adorno

que aseguró continuidad en la estrategia y en la toma de decisiones.

Según el Acta N° 19, el Directorio estuvo presidido por el Arq. Edgar Salum Pires, con el Dr. Eric Salum Pires como vicepresidente y el Ing. Joaquín Salum como director titular, acompañado por el Abog. Yvo Salum y la Lic. Margarita Pérez como directores suplentes. En el ámbito de control, la C.P. Diana González se desempeñó como síndico titular y la Abog. Ángela Fabiola Adorno como síndico suplente.

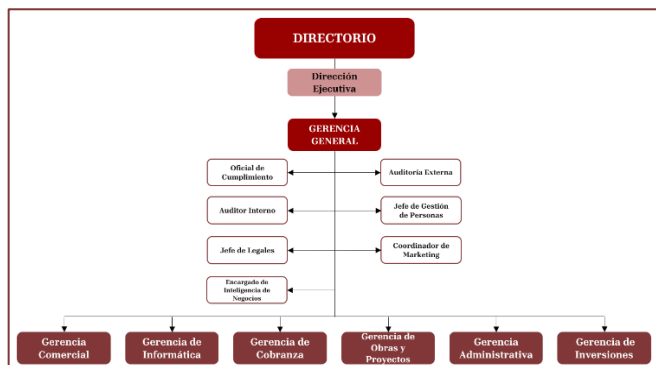
Por su parte, plana gerencial registró un fortalecimiento de su estructura y a nivel de equipo, con la incorporación de las Gerencias de Cobranzas y de TI. La gerencia general quedó a cargo de la Lic. Carla Allende, mientras que en la Gerencia Comercial asumió Claudio Barrios, así como la Abg. Rosa Verdún en la Gerencia de Cobranzas, el Lic. Javier García en la Gerencia de Inversiones y Aprobaciones, y además el Ing. Rubén Jiménez en la Gerencia de Informática. Asimismo, el Arq. Javier Casañas está a cargo de la Gerencia de Obras y Proyectos y la Mag. Claudia Albertini de la Gerencia Administrativa. En línea con esta expansión, la dotación de personal aumentó de 67 a 80 funcionarios.

Al cierre del 2025, la empresa registró un fortalecimiento del capital integrado, mediante el aumento de 13,21% de la cantidad acciones, que pasó desde 2.650 a 3.000 acciones. El 95,00% está conformado por acciones ordinarias de voto simple (2.850 acciones), mientras que el 5,00% restante pertenece a acciones ordinarias de voto múltiple (150 acciones).

Con esto, el capital integrado alcanzó Gs. 30.000 millones, impulsado por la capitalización de utilidades del ejercicio 2024 por Gs. 3.500 millones, con el objetivo de completar el capital emitido previamente en la Asamblea Extraordinaria del 4 de abril de 2023. Este proceso se formalizó mediante el Acta de Asamblea General Ordinaria N° 19 del 10 de abril de 2025.

La estructura accionaria se mantuvo sin cambios en cuanto a los principales socios, con una concentración de las acciones y los votos en el Arq. Edgar Salum mantuvo el 50,0% del capital (1.425 acciones de voto simple y 75 de voto múltiple), seguido por el Dr. Eric Salum con el 48,0% (1.365 acciones de voto simple y 75 de voto múltiple), mientras que la Lic. Margarita Pérez conservó el 2,0% restante (60 acciones de voto simple).

La dirección y administración de la sociedad se mantuvieron a cargo de un Directorio designado por la Asamblea de Accionistas, sin cambios durante el periodo, donde sus principales accionistas mantienen una activa participación, lo



En cuanto a la estructura organizacional, el Directorio y la Dirección Ejecutiva se apoya en la Gerencia General, en cuanto a la supervisión de las principales áreas operativas. La gerencia dispone de áreas de control y cumplimiento, que lo ayudan en los procesos y facilitan la consecución de los objetivos institucionales, tales como Auditoría Interna, Auditoría Externa, Legal y otros.

Asimismo, la línea operativa se distribuye en seis gerencias que reportan directamente a la Gerencia General y trabajan de forma coordinada: (1) la Gerencia Comercial, encargada de la fuerza de ventas y el análisis de CRM; (2) la Gerencia de Obras y Proyectos, que lidera la parte técnica mediante infraestructura y topografía; (3) la Gerencia de Cobranzas, enfocada en la

recuperación de cartera y atención a clientes; (4) la Gerencia Administrativa, que centraliza la contabilidad y tesorería; (5) la Gerencia de Inversiones, responsable de la expansión estratégica de tierras; y (6) la Gerencia de Informática, que realiza el soporte tecnológico, que se complementa posteriormente en otros departamentos y áreas transversales de apoyo.

Al cierre de 2025, al contrario que años anteriores, registró inversiones en otras sociedades por un valor total de Gs. 1.082 millones distribuidas principalmente en Innova Pacheco S.A. (donde posee 132 acciones con un valor patrimonial de Gs. 1.031 millones) y en Novus S.R.L. (con 50 acciones valoradas en Gs. 50 millones), que mostraron que la firma no solo se enfoca en operaciones inmobiliarias, sino que busca posicionarse en otros rubros.

GESTIÓN OPERATIVA DEL NEGOCIO

Estructura operativa alineada al negocio inmobiliario con procesos definidos, con el fortalecimiento del control interno y la mejora continua en tecnología y gestión

La empresa consolidó su proceso de fortalecimiento institucional con el acompañamiento de una consultora externa, enfocado en la corporativización y el reordenamiento integral, lo que permitió avanzar hacia una estructura organizacional más profesional. Como resultado, completó los nuevos cuadros gerenciales y operativos, y previó continuar con estos trabajos durante el siguiente ejercicio para profundizar los cambios.

En la gestión del riesgo de liquidez, registró un nuevo programa de emisión de bonos durante 2025 y gestionó la ampliación de sus líneas de crédito bancarias, apoyada en el crecimiento sostenido de los últimos años, así como un aumento de su nivel de disponibilidades en caja. Por su parte, los resultados financieros previos fortalecieron su posición frente a entidades financieras y permitieron proyectar mayores inversiones en el negocio inmobiliario, así como la incursión en nuevos modelos y proyectos junto con inversionistas estratégicos.

En la gestión crediticia, para las ventas a crédito estableció requisitos como la mayoría de edad, la presentación de la cédula vigente, un historial evaluable en Informconf y el pago de la primera cuota. El cierre de la operación inició con un formulario provisorio que se sometió a análisis; una vez aprobado el cliente y realizado el cobro inicial, la operación se formalizó ante el área comercial, se registró en el sistema y se emitió la factura correspondiente.

Durante 2025, la gestión de cobranzas se apoyó en una segmentación por tramos de mora y en herramientas tecnológicas como el CRM. Para la gestión se aplicaron acciones preventivas para atrasos de 1 a 4 cuotas, mayor presión de cobro y reportes a bases de morosidad entre 5 y 8 cuotas, y una fase prejudicial con localización intensiva para deudas superiores a 9 meses.

La política de recuperación de lotes fijó criterios de recupero administrativo desde el tercer o sexto mes de impago, siempre que lo abonado fuera inferior al 25% del valor del lote y el inmueble no presentara mejoras relevantes ni estuviera habitado. Los indicadores mostraron mejoras frente a 2024: los saldos sin atraso aumentaron del 12% al 19% de la cartera. Aunque el saldo en atraso total subió levemente, los saldos vencidos se redujeron y la mora pesada migró hacia tramos más tempranos, con mayor probabilidad de recuperación. En términos comparativos, el volumen de lotes recuperados descendió de 84 en 2024 a 67 en 2025.

Para la transferencia definitiva de los lotes, la empresa exigió la cancelación total del inmueble. El trámite requirió la presentación de documentos básicos del titular y su cónyuge, además de comprobantes tributarios y contractuales. Para iniciar el trámite, el cliente debe abonar un anticipo del 50% del costo de titulación, contando con opciones de financiación para el saldo restante en plazos de hasta 12 cuotas.

El control interno se estructuró bajo un Plan Anual de Auditoría que cubrió áreas como cobranzas, facturación, tesorería, recursos humanos, finanzas y contabilidad. La ejecución se centró en la verificación de ingresos, conciliaciones impositivas y monitoreo operativo, incluyendo control por GPS de la flota y auditorías presenciales en sucursales.

Al cierre de 2025, el plan alcanzó un alto grado de cumplimiento, ejecutándose conforme a los procedimientos establecidos para mitigar riesgos operativos y financieros, enfoque que no solo garantizó la obtención de evidencia sólida para la gestión, sino que también promovió una cultura organizacional transparente y una colaboración interdepartamental más estrecha.

En materia de cumplimiento, el Sistema de Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo (PLA/FT), se basó en un enfoque integral que articuló los dos componentes exigidos por la normativa vigente: el cumplimiento normativo y la gestión de riesgos. Este sistema incluyó procesos de debida diligencia, identificación del beneficiario final y monitoreo continuo de operaciones, con reportes cuando correspondió.

En el ámbito tecnológico, contó con una infraestructura híbrida, que combinó servidores físicos y servidores en la nube, garantizando la continuidad operativa del Active Directory. Para la gestión empresarial utilizó el SAP Business One HANA y otros sistemas de gestión sobre una red con firewalls, VPN y equipos de conectividad que soportaron su operación diaria. Además, incorporó virtualización de servidores para mejorar la flexibilidad del entorno.

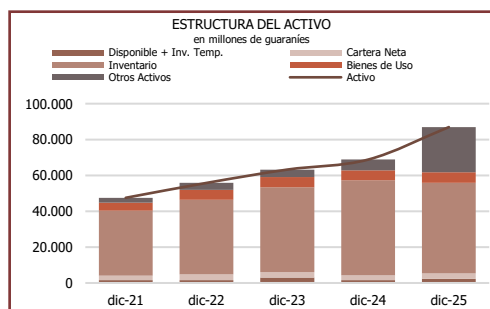
En seguridad de la información, implementó herramientas de protección integral en los equipos, políticas de respaldo y monitoreo continuo de sistemas. La gestión administrativa se apoyó en la suite Microsoft 365 y Adobe Creative Cloud, mientras que la toma de decisiones estratégicas se potenció con el uso de Power BI para el análisis de datos complejos. Finalmente, la cultura de trabajo se rigió por metodologías ágiles centralizadas, herramienta que organiza la planificación de proyectos y tareas, y gestiona el soporte técnico

Por último, la empresa elaboró un Plan de Contingencia Tecnológica para 2025, orientado a asegurar la continuidad del negocio ante eventos críticos. Bajo la responsabilidad del área de TI, el plan identifica cinco riesgos principales con impacto de nivel medio a alto: la caída de sistemas, ataques informáticos, fallas de hardware, cortes eléctricos y errores humanos. Para mitigar estos escenarios, se han definido protocolos de respuesta inmediata que incluyeron servidores de respaldo, aislamiento de redes, uso de generadores, redundancia en conectividad y monitoreo constante del entorno tecnológico.

SITUACIÓN FINANCIERA

ESTRUCTURA Y CALIDAD DE ACTIVOS

Aumento continuo de la estructura de activos impulsada por el crecimiento del inventario y de activos disponibles para la venta, asociado a mayores loteamientos y desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios



Los activos totales de la empresa mantuvieron una tendencia creciente en los últimos años y aumentaron 26,37% en el periodo evaluado, desde Gs. 68.799 millones en Dic24 hasta Gs. 86.939 millones en Dic25. Este crecimiento respondió principalmente a la naturaleza del negocio, impulsada principalmente por el incremento del inventario de corto plazo, que subió 28,36%, desde Gs. 39.321 millones hasta Gs. 50.472 millones, consolidándose como el principal componente del activo.

El aumento del inventario derivó de la activación de nuevos proyectos inmobiliarios, entre los que se destacó la incorporación de la Fracción Sendero del Sol, que alcanzó Gs. 4.895 millones, así como de otros loteamientos como Colinas del Este, Palmas del Norte y Atardecer. A su vez, el fortalecimiento de proyectos existentes como Brisas del Guairá y Puerta del Norte reflejó una mayor inversión en el fraccionamiento e impulsó el crecimiento del stock disponible para la venta.

Otros componentes del activo también registraron variaciones, aunque con menor incidencia relativa. En particular, los otros activos, que subieron 33,42% desde Gs. 20.086 millones en Dic24 hasta Gs. 26.799 millones en Dic25, impulsados principalmente por los activos disponibles para la venta, que crecieron 35,79%, desde Gs. 13.595 millones hasta Gs. 18.461 millones.

Este crecimiento se explicó por el desarrollo de nuevas tierras y la incorporación de activos estratégicos de gran escala, como las fracciones en Saltos del Guairá (22 ha), Km 14 Acaray (20 ha) y Santa Rosa (9,8 ha), que alcanzaron conjuntamente una inversión de Gs. 7.223 millones.

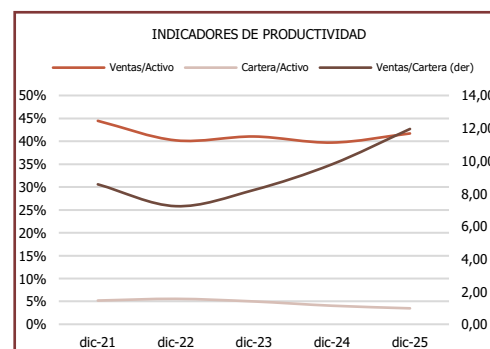
En cuanto a la cartera bruta de créditos, correspondiente a las cuentas a cobrar a deudores locales, alcanzó Gs. 3.384 millones en 2025, mientras que las previsiones se mantuvieron constantes en Gs. 351 millones.

Como resultado, el saldo neto de cuentas a cobrar se ubicó en Gs. 3.033 millones en Dic25 y representó un aumento de 8,67% respecto a Gs. 2.791 millones en

Dic24. Sin embargo, este crecimiento fue inferior respecto a la variación del activo total, por lo que la relación cartera/activo disminuyó de 4,06% a 3,49%, mostrando una menor participación del negocio crediticio dentro de la estructura total.

Por su parte, cabe señalar que la empresa ha registrado una menor cartera vencida en gestión judicial, siendo el saldo de Gs. 256 millones en Dic25, Asimismo, considerando el modelo de negocios y tomando en cuenta que la empresa registra

Saldos de cuotas vencidas por atraso (En Millones de Gs.)			
Segmento	2.024	2.025	Variación
Menor a 60 DDM	3.031	3.093	2,04%
Mayor a 60 ddm	9.834	8.630	-12,24%
Total general	12.865	11.723	-8,88%

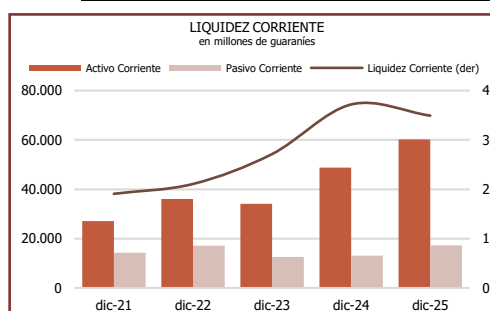


como cuentas de orden el saldo total cuentas a cobrar de inmuebles de clientes propios, en condominio y administrados de corto y largo plazo, conformados por las cuotas vigentes y vencidas del total de los contratos firmados, ha registrado un menor nivel de saldo de cuotas vencidas (mayor a 60 días), que bajó 12,24% desde Gs. 9.834 millones en Dic24 a Gs. 8.630 millones en Dic25, mientras que el saldo vencido menores a 60 días, aumentó levemente 2,04% hasta Gs. 3.093 millones. Con esto, el saldo total de cuotas vencidas disminuyó 8,88% hasta Gs. 11.723 millones.

En términos de productividad, la relación ventas/activo aumentó de 39,71% a 41,70% y reflejó una mayor eficiencia en el uso de los recursos, en línea con el crecimiento de las ventas (+32,71%). Asimismo, la relación ventas/cartera subió de 9,79 a 11,95 veces, explicada por un mayor dinamismo en las ventas frente al crecimiento más moderado de la cartera, que reforzó la rotación del crédito y la generación de ingresos.

LIQUIDEZ Y FINANCIAMIENTO

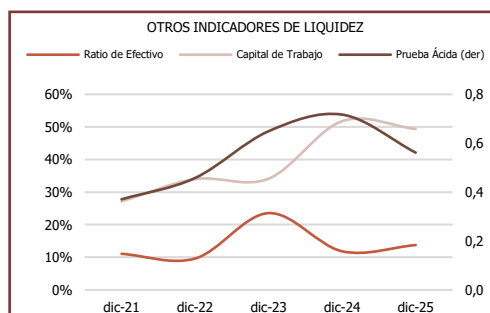
Relativa baja posición de liquidez inmediata con relación a las deudas de corto plazo, acompañados por un mayor nivel de financiamiento de operaciones y activos



Al cierre del 2025, los activos corrientes de la empresa aumentaron 23,46%, desde Gs. 48.713 millones en Dic24 a Gs. 60.140 millones en Dic25, equivalente al 69,17% del activo total.

Este crecimiento de los activos de corto plazo se explicó principalmente por el aumento del inventario, que alcanzó Gs. 50.472 millones, consolidándose como el principal componente del activo corriente y reflejando una estrategia de expansión basada en el desarrollo de proyectos inmobiliarios.

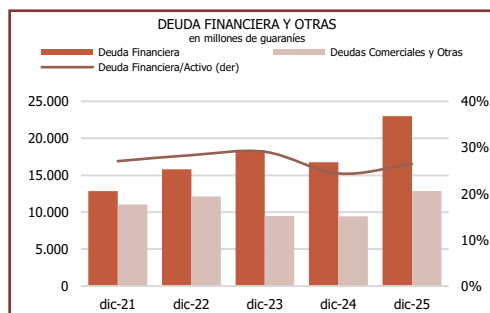
Asimismo, con el mayor nivel de actividad comercial y de cobranzas, las disponibilidades aumentaron 49,77%, desde Gs. 1.541 millones hasta Gs. 2.308 millones, mientras que las inversiones temporales fueron de Gs. 61 millones y fortaleció parcialmente la posición de liquidez inmediata.



Por su parte, los pasivos corrientes crecieron 31,47%, desde Gs. 13.099 millones a Gs. 17.221 millones, impulsados principalmente por el aumento de la deuda comercial, que subió 65,16%, desde Gs. 5.388 millones hasta Gs. 8.899 millones.

Como resultado, la liquidez corriente se ubicó en 3,49 veces, levemente por debajo del 3,72 veces registradas en Dic24 e indicó una ligera reducción en la holgura financiera de corto plazo.

En la misma línea, la prueba ácida disminuyó de 0,72 a 0,56, reflejando una menor capacidad de cubrir obligaciones inmediatas sin depender de la realización de inventarios, que estuvo directamente asociado al mayor peso de estos dentro del activo corriente.



En cuanto a los demás indicadores de liquidez, el índice de capital de trabajo descendió de 51,77% en Dic24 a 49,37% en Dic25, aunque se mantuvo en niveles elevados.

Por su parte, el ratio de efectividad aumentó de 11,83% a 13,76%, impulsado por el incremento de las disponibilidades y las inversiones temporales, que significó una mejora en la proporción de activos líquidos dentro del total.

En términos de flujos, las cobranzas aumentaron 19,46% de Gs. 32.828 millones a Gs. 39.216 millones. En contraste, los pagos a proveedores, empleados y otros conceptos disminuyeron 5,46%, al pasar de Gs. 21.653 millones a Gs. 20.471 millones.

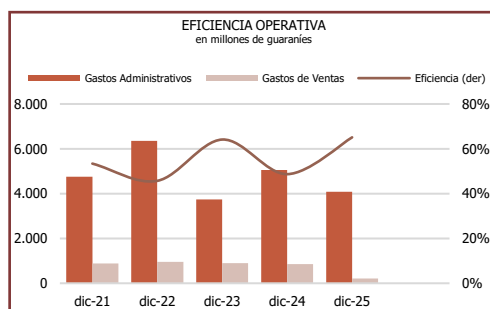
Como efecto conjunto, el flujo operativo mostró una mejora, que subió 19,46% de Gs. 32.828 millones a Gs. 39.216 millones. En cuanto a la estructura de financiamiento, la empresa sostuvo sus operaciones principalmente mediante deudas financieras, incluyendo préstamos bancarios y emisiones bursátiles.

Estas obligaciones representaron 64,19% del pasivo total, con una concentración del 81,07% en el largo plazo y el 18,93% restante en el corto plazo. En este contexto, el indicador de deuda financiera sobre activo aumentó de 24,38% a 26,43% y reflejó una mayor dependencia de recursos externos para financiar el crecimiento del activo.

En esa línea, la empresa también recurrió a deudas comerciales y otras obligaciones, que mantuvieron una participación relevante del 35,91% dentro del pasivo total. Este esquema evidenció una combinación de financiamiento estructural de largo plazo con financiamiento operativo de corto plazo.

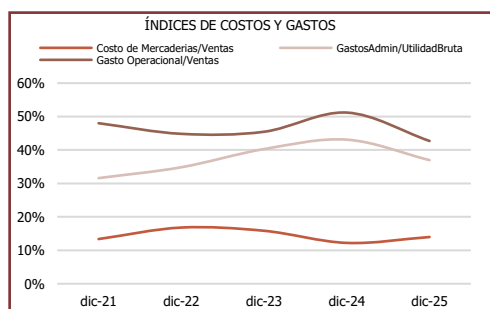
GESTIÓN Y ESTRUCTURA OPERATIVA

Razonable gestión operativa, reflejada en una mayor absorción de costos sobre la utilidad bruta, aunque con un relativo elevado ciclo operacional aún respecto a periodos anteriores



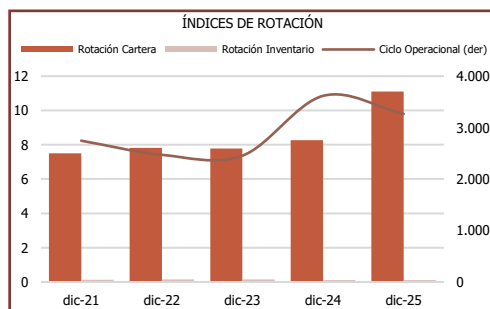
Los gastos administrativos se constituyeron como la principal base de la estructura de costos operacionales, con una contribución del 74,47% en 2025. En ese periodo, aumentaron 11,54%, desde Gs. 10.334 millones en Dic24 hasta Gs. 11.527 millones en Dic25, impulsados principalmente por mayores pagos en sueldo y cargas sociales, que ascendieron a Gs. 4.965 millones, así como por el incremento de otros gastos generales, que alcanzaron Gs. 618 millones.

Por su parte, los gastos de ventas representaron el 25,53% restante de los gastos operativos y aumentaron 8,33%, desde Gs. 3.648 millones hasta Gs. 3.952 millones, explicados principalmente por el incremento de los gastos de publicidad y propaganda, que crecieron 72,5% hasta Gs. 817 millones, estrategia comercial más agresiva para impulsar la colocación de proyectos inmobiliarios, contribuyendo al crecimiento de las ventas.



De este contexto, el indicador de eficiencia operativa aumentó de 41,70% en Dic24 a 50,37% en Dic25, situándose por encima del promedio histórico interanual de 45,75%. Este aumento se explicó porque, aunque los costos operacionales crecieron, lo hicieron a un ritmo significativamente más lento que los ingresos y la utilidad bruta, que permitió convertir una porción mayor de dicha utilidad bruta en EBITDA.

En términos relativos a ventas, el indicador de gastos operativos sobre ventas disminuyó de 51,18% a 42,70% y expuso que los gastos crecieron a un ritmo menor que los ingresos, generando un efecto positivo sobre la rentabilidad operativa.



En la misma línea, los gastos administrativos sobre la utilidad bruta disminuyeron de 43,09% a 36,96%, que mostró una mejor absorción de los costos fijos gracias al crecimiento de la utilidad bruta. Por otro lado, el costo de mercaderías sobre ventas aumentó de 12,21% a 13,98%, debido a que los costos crecieron a un ritmo mayor que las ventas y generó una leve presión sobre el margen bruto.

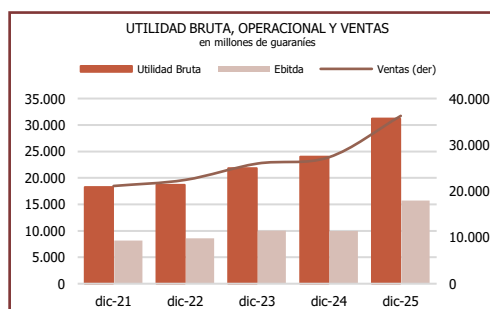
Respecto a los indicadores de actividad, la rotación de cartera aumentó de 8,26 a 11,11 veces y significó una mayor eficiencia en el cobro de sus créditos a clientes. Este comportamiento se reflejó en la reducción del periodo promedio

de cobro, que disminuyó de 44 a 33 días, acortando el tiempo conversión de cuentas por cobrar en efectivo.

Por otro lado, la gestión del inventario se mantuvo prácticamente estable, con una rotación de 0,10 a 0,11 veces, en un contexto de acumulación de stock orientado a futuros desarrollos inmobiliarios. A su vez, el periodo promedio de pago aumentó de 581 a 632 días y señaló una disminución en la salida de efectivo hacia proveedores. Como resultado conjunto, el ciclo operacional se redujo de 3.617 días en Dic24 a 3.267 días en Dic25, explicado principalmente por la mejora en las cobranzas, aunque se mantuvo en niveles elevados debido al peso del inventario dentro de la operación.

UTILIDAD Y RENTABILIDAD

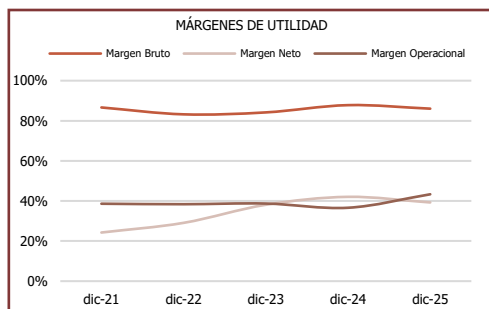
Fuerte crecimiento de los ingresos y del resultado operativo, con presión de márgenes por el mayor incremento de costos y la caída de resultados no operativos



Al cierre del ejercicio 2025, los ingresos de la empresa mantuvieron la tendencia creciente de los últimos dos periodos. En particular, las ventas totales aumentaron 32,71%, desde Gs. 27.319 millones en Dic24 hasta Gs. 36.254 millones en Dic25, impulsadas por el incremento en la venta en lotes propios, que subió 39,27% hasta Gs. 19.276 millones, y por mayores prestaciones de servicios de administración de loteamientos, que aumentó 25,97% hasta Gs. 16.978 millones.

Por su parte, los costos de ventas aumentaron 51,89%, desde Gs. 3.336 millones en Dic24 hasta Gs. 5.067 millones en Dic25, creciendo a un ritmo superior al de las ventas.

Este incremento se concentró principalmente en los costos asociados a la venta de lotes propios, que alcanzaron Gs. 4.293 millones y evidenció mayores costos de desarrollo y comercialización de terrenos, generando presión sobre los márgenes. En este contexto, la utilidad bruta aumentó 30,04%, desde Gs. 23.983 millones en Dic24 hasta Gs. 31.187 millones en Dic25. Sin embargo, este crecimiento fue inferior al de las ventas y provocó una leve

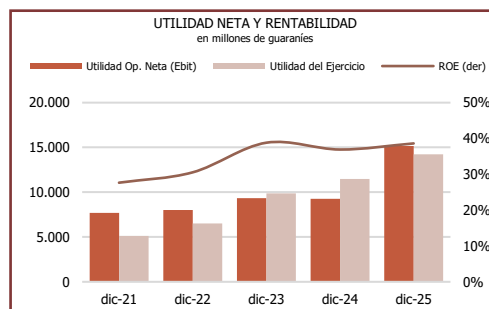


reducción del margen bruto, que descendió de 87,79% a 86,02%, explicado por el mayor peso relativo de los costos de ventas

La mayor actividad comercial también se reflejó en la utilidad operacional (EBITDA), que aumentó 57,06%, desde Gs. 10.001 millones hasta Gs. 15.708 millones. Por consiguiente, el margen operacional mejoró de 36,61% a 43,33%, reflejando una mayor capacidad de generación de resultados a partir del negocio principal, pese al incremento de los costos.

Los demás componentes del resultado mostraron un comportamiento mixto. Las depreciaciones y amortizaciones disminuyeron 24,59%, desde Gs. 728 millones hasta Gs. 549 millones, contribuyendo a que la utilidad operacional neta (EBIT) aumentará en 63,47%, desde Gs. 9.273 millones hasta Gs. 15.159 millones. Asimismo, los gastos financieros se redujeron 9,97%, hasta Gs. 677 millones, que alivió la carga financiera y fortaleció el resultado antes de impuestos.

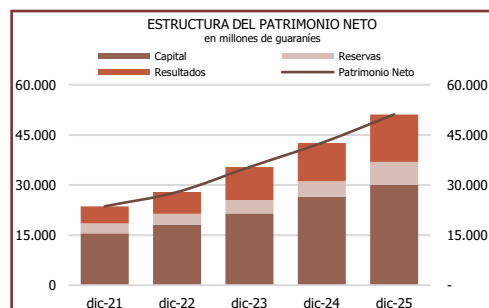
Por otro lado, los resultados no operativos disminuyeron 67,36%, desde Gs. 4.409 millones hasta Gs. 1.439 millones, debido a la menor presencia de ingresos extraordinarios que habían elevado la base en 2024. Además, se registró un aumento en otros gastos operativos, principalmente por mayores comisiones pagadas a vendedores e intermediarios, en línea con el crecimiento de las ventas



Como resultado, la utilidad del ejercicio aumentó 23,92%, desde Gs. 11.486 millones en Dic24 hasta Gs. 14.234 millones en Dic25. No obstante, este crecimiento fue inferior al de las ventas y derivó en una reducción del margen neto, que descendió de 42,04% a 39,26%. En cuanto a los indicadores de rentabilidad, se observó un comportamiento mixto: el ROE aumentó de 36,91% a 38,62%, impulsado por el mayor resultado neto, mientras que el ROA disminuyó levemente de 16,70% a 16,37%, afectado por el fuerte crecimiento del activo total.

SOLVENCIA Y ENDEUDAMIENTO

Moderada reducción de la solvencia por mayor apalancamiento, compensada por el fortalecimiento sostenido del patrimonio a través de capitalización y acumulación de reservas



El patrimonio neto de EMSA mantuvo la tendencia creciente de los últimos dos años y, al cierre de 2025, aumentó 19,93%, desde Gs. 42.601 millones en Dic24 hasta Gs. 51.092 millones en Dic25. Su estructura interna estuvo dominada por el capital, con una participación del 58,72%, seguido por los resultados del ejercicio con el 27,86% y las reservas con el 13,42% restante.

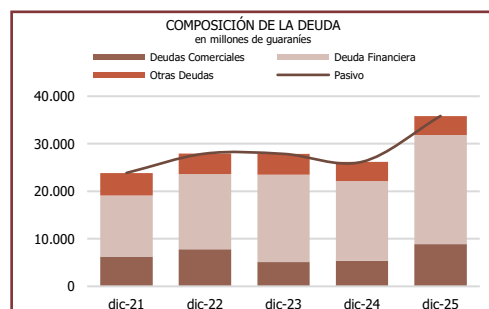
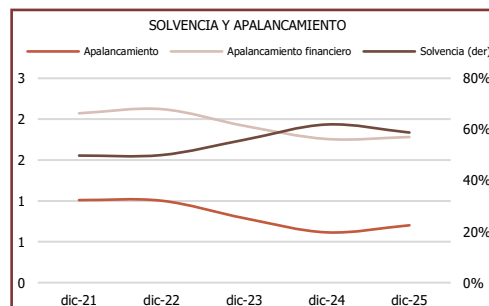
El principal componente del patrimonio, el capital, aumentó 13,21%, desde Gs. 26.500 millones en Dic24 hasta Gs. 30.000 millones en Dic25, impulsado por la capitalización de utilidades del ejercicio anterior por Gs. 3.500 millones, según lo dispuesto en el Acta de Asamblea N° 19 del 10 de abril de 2025.

En ese contexto, las reservas aumentaron 48,60%, desde Gs. 4.615 millones hasta Gs. 6.858 millones, debido principalmente al incremento de las reservas legales, que alcanzaron Gs. 5.000 millones tras la asignación de Gs. 2.195 millones provenientes de resultados acumulados. Este comportamiento respondió a una política de reinversión, mediante la cual una porción relevante de las utilidades se retuvo para financiar proyectos futuros, que contribuyó al fortalecimiento patrimonial y a la sostenibilidad del crecimiento.

En cuanto a los compromisos, los pasivos totales aumentaron 36,83%, desde Gs. 26.199 millones en Dic24 hasta Gs. 35.848 millones en Dic25, explicados por el crecimiento de las deudas financieras, tanto bursátiles como bancarias, que en conjunto aumentaron 36,95%, desde Gs. 16.775 millones hasta Gs. 22.974 millones. Este incremento generó un leve aumento del apalancamiento financiero, que pasó de 1,76 a 1,78.

Estas obligaciones se compusieron principalmente por las deudas bursátiles, que representaron el 73,52% del total de la deuda financiera y alcanzaron Gs. 16.890 millones, seguidas por deudas bancarias con el 26,48% restante, totalizando Gs. 6.084 millones. Esta estructura mostró una mayor dependencia de financiamiento de largo plazo a través del mercado de capitales.

Por su parte, las deudas comerciales aumentaron 65,16%, desde Gs. 5.388 millones a Gs. 8.899 millones, impulsadas por mayores obligaciones con proveedores locales, que alcanzaron Gs. 3.856 millones, asociadas a inversiones



en infraestructura necesarias para habilitar nuevas fracciones incorporadas al inventario. Las otras deudas totalizaron Gs. 3.972 millones, compuestas principalmente por dividendos a pagar por Gs. 1.761 millones y provisiones por Gs. 862 millones.

Como resultado, el indicador de solvencia disminuyó de 61,92% en Dic24 a 58,77% en Dic25, debido a que el pasivo creció a un ritmo superior al patrimonio. En consecuencia, el endeudamiento aumentó de 38,08% a 41,23%, mientras que el apalancamiento pasó de 0,61 a 0,70, evidenciando una mayor presión financiera, aunque aún dentro de niveles manejables.

No obstante, en términos de capacidad de pago, la relación deuda/EBITDA disminuyó de 2,62 a 2,28 veces y reflejó una mejora en la generación operativa frente al nivel de endeudamiento. Por otro lado, la relación deuda/ventas aumentó de 0,96 a 0,99 e indicó un leve incremento del peso de la deuda respecto al volumen de negocios, explicado por un crecimiento de los pasivos superior al de los ingresos.

A pesar del aumento de los compromisos, las mayores utilidades generadas permitieron fortalecer la capacidad de cobertura. En este sentido, la cobertura de gastos financieros aumentó de 13,3 veces en Dic24 a 23,2 veces en Dic25, impulsada por el crecimiento del resultado operativo y la reducción de los gastos financieros. Asimismo, la cobertura de obligaciones mejoró de 76,35% a 91,21%, lo que mostró una mayor capacidad para hacer frente a las deudas totales.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO

FLUJO DE CAJA PROYECTADO								
En Millones de guaraníes								
Ingresos y Egresos	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Ingresos por lotes propios	25.497	26.007	26.528	27.058	27.599	28.151	28.714	29.289
Ingresos por lotes administrados	11.435	11.664	11.897	12.135	12.378	12.626	12.878	13.136
Administración de Loteamientos (cuotas imp.)	12.550	12.801	13.057	13.318	13.585	13.856	14.134	14.416
Otros Ingresos	3.321	3.387	3.455	3.524	3.594	3.666	3.740	3.814
Ingresos Operativos	52.804	53.860	54.937	56.036	57.156	58.299	59.465	60.655
Pagos a proveedores y propietarios	8.298	8.464	8.633	8.806	8.982	9.161	9.345	9.531
Pagos a RRHH	15.253	15.558	15.869	16.186	16.510	16.840	17.177	17.521
Otros gastos	3.437	2.561	2.613	2.665	2.718	2.773	2.828	2.885
Egresos Operativos	-26.987	-26.583	-27.115	-27.657	-28.210	-28.774	-29.350	-29.937
FLUJO OPERATIVO	25.817	27.277	27.822	28.379	28.946	29.525	30.116	30.718
Egresos por Obras en lotes propios	10.963	11.182	11.406	11.634	11.867	12.104	12.346	12.593
Egresos por Obras en lotes administrados	3.517	1.500	1.530	1.561	1.592	1.624	1.656	1.689
Compra de Lotes	19.986	20.385	20.793	21.209	21.633	22.066	22.507	22.957
FLUJO DE INVERSION	-34.466	-33.068	-33.729	-34.403	-35.092	-35.793	-36.509	-37.239
Nueva deuda	22.000	19.000	21.000	20.000	19.000	18.500	20.000	20.500
Ingresos financieros	22.000	19.000	21.000	20.000	19.000	18.500	20.000	20.500
Amortización de bonos	4.162	2.657	4.983	3.914	1.537	0	0	0
Amortización de préstamos	4.314	1.451	321	0	0	0	0	0
Pagos nuevos préstamos	0	2.500	3.000	3.300	3.960	5.148	5.920	6.512
Pago de dividendos	6.580	6.712	6.846	6.983	7.122	7.265	7.410	7.558
Egresos financieros	-15.056	-13.320	-15.149	-14.197	-12.620	-12.413	-13.330	-14.071
FLUJO FINANCIERO	6.944	5.680	5.851	5.803	6.380	6.087	6.670	6.429
FLUJO DE CAJA	-1.705	-111	-56	-222	235	-181	276	-92
Saldo Inicial	2.308	603	492	436	214	449	268	544
FLUJO FINAL ACUMULADO	603	492	436	214	449	268	544	452

EMSA Inmobiliaria proyecta su flujo de caja para el periodo 2026-2033, en el que contempla un crecimiento sostenido de sus ingresos operativos, apoyado principalmente en la expansión de la venta de lotes propios, los ingresos por loteamientos administrados y las cuotas por administración.

En este contexto, los ingresos operativos aumentarán a una tasa de crecimiento promedio de 2% anual, desde Gs. 52.804 millones en 2026 hasta Gs. 60.655 millones en 2033, que significará una trayectoria creciente en la consolidación de su modelo de negocio inmobiliario. Este desempeño se respaldará en la maduración de proyectos actuales y en la incorporación progresiva de nuevas unidades de negocio, que permitirá diversificar las fuentes de ingresos.

Por el lado de los egresos, la empresa estima un crecimiento gradual de los costos operativos, los cuales pasarán de Gs. 26.987 millones en 2026 a Gs. 29.937 millones en 2033, impulsados principalmente por mayores pagos a recursos humanos y proveedores, en línea con el aumento del nivel de actividad.

En términos relativos, estos egresos se mantendrán estables respecto a los ingresos y permitirá sostener flujos operativos positivos durante todo el periodo proyectado. Como resultado, el flujo operativo muestra una tendencia creciente, al pasar de Gs. 25.817 millones en 2026 a Gs. 30.718 millones en 2033, reflejando una adecuada capacidad de generación operativa.

Además, el modelo presenta un flujo de inversión con salidas recurrentes durante todo el horizonte analizado, asociadas principalmente a la compra de lotes y a las obras de desarrollo en proyectos propios y administrados. En este sentido, el flujo de inversión se mantendrá negativo, al pasar de Gs. -34.466 millones en 2026 a Gs. -37.239 millones en 2033 y evidenciará una estrategia orientada a la expansión del inventario y al desarrollo de nuevas tierras. Este comportamiento genera una presión estructural sobre el flujo de caja, al requerir financiamiento constante para sostener el crecimiento.

En el ámbito financiero, la proyección contempla nuevas deudas durante todo el periodo, con montos que oscilarán entre Gs. 18.500 millones y Gs. 22.000 millones anuales. Por su parte, los egresos financieros, que incluyen amortizaciones de bonos y préstamos en los primeros años, así como pagos crecientes de dividendos, fluctuarán conjuntamente entre Gs. 15.056 millones en 2026 a Gs. 14.071 millones en 2033. De esta manera, estos comportamientos darán lugar a flujos financieros positivos en todos los periodos, aunque con una leve tendencia decreciente hacia el final del horizonte.

Como resultado, el flujo de caja anual presentará un comportamiento mixto, con saldos negativos en la mayoría de los años proyectados (2026, 2027, 2028, 2029, 2031 y 2033) y resultados positivos puntuales en 2030 y 2032. Esta dinámica refleja que, si bien la empresa generará flujos operativos sólidos, estos no serán suficientes para cubrir las elevadas inversiones sin recurrir al financiamiento externo.

Finalmente, el flujo final acumulado mostrará una tendencia relativamente estable, aunque con fluctuaciones, pasando de Gs. 603 millones en 2026 a Gs. 452 millones en 2033. Este comportamiento demuestra una limitada liquidez a lo largo del periodo proyectado, lo que implicará una alta dependencia de la correcta ejecución de las proyecciones de ventas y del acceso continuo al financiamiento para sostener el equilibrio financiero y cumplir con sus obligaciones.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G4	
CARACTERÍSTICAS	DETALLES
Emisor	EMSA INMOBILIARIA S.A.
Denominación del Programa	PEG G4
Acta de Aprobación	Acta de Directorio N° 254 del 06 de abril de 2026.
Tipo	Bonos.
Moneda y monto	Gs. 20.000.000.000 (Guaraníes veinte mil millones).
Cortes Mínimos	Gs. 1.000.000 (guaraníes un millón).
Plazo de Vencimiento	Se emitirán con un plazo de vencimiento de entre 1.095 días (3 años) a 2.920 días (8 años), y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada Serie.
Destino de Fondos	Entre 60% y 70% a capital operativo para la compra de inmuebles e inversiones vinculadas al giro operativo de la sociedad, y entre un 30% y 40% a la reestructuración de pasivos.
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	Común, a sola firma.
Agente organizador y colocador	CADIEM Casa de Bolsa S.A.
Representante de Obligacionistas	MERSÁN Abogados S.R.L.

El Directorio de EMSA Inmobiliaria S.A. aprobó la emisión de bonos bajo el Programa de Emisión Global (PEG) G4, según consta en el Acta de Directorio N° 254 del 06 de abril de 2026. El monto total del programa se fijó en Gs. 20.000 millones, con cortes mínimos de Gs. 1 millón y plazos de vencimiento que van desde los 3 hasta los 8 años (1.095 a 2.920 días). Los fondos obtenidos se destinarán principalmente a capital operativo para la compra de inmuebles e inversiones del negocio (entre el 60% y 70%), mientras que el resto (entre el 30% y 40%) se utilizará para la reestructuración de pasivos.

El programa permite realizar rescates anticipados siguiendo la Ley 7572/25 y el reglamento de la CAVAPY. Por su parte, los detalles específicos sobre el pago de intereses y capital se definirán en los documentos de cada serie que se emita. Para este proceso, se designó a CADIEM Casa de Bolsa S.A. como agente organizador y a MERSÁN Abogados S.R.L. como representante de los obligacionistas. Asimismo, se ha designado como agentes colocadores a todas las casas de bolsa debidamente habilitadas.

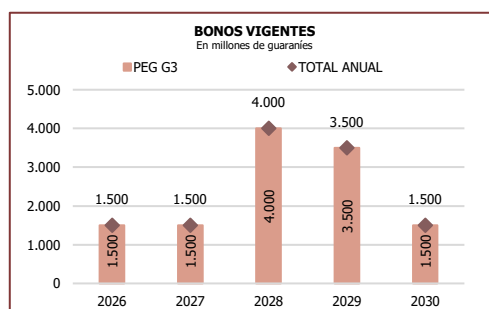
Este Programa de Emisión, junto con las obligaciones vigentes y la deuda financiera total, sirvió de base para evaluar la capacidad de endeudamiento y la solvencia de EMSA Inmobiliaria. El análisis consideró tanto la situación financiera actual como el Flujo de Caja Proyectado y de esta forma, se midió el impacto de estas emisiones sobre los principales indicadores

de liquidez, solvencia y rentabilidad, con el fin de determinar la importancia relativa del endeudamiento sobre la generación de utilidades y la sostenibilidad del negocio.

Como resultado del análisis y la proyección de distintos escenarios, se concluyó que EMSA Inmobiliaria contó con suficiencia de margen para el apalancamiento del negocio. Las mejoras en los indicadores de gestión financiera y operativa a Dic25 contribuyeron al sostenimiento de la firma, la cual registró niveles razonables de solvencia y endeudamiento al cierre. El incremento en el volumen de operaciones redundó en una mayor rentabilidad y generación de utilidades operativas, lo cual favoreció los índices de cobertura de gastos financieros y de pasivos de corto plazo.

ANTECEDENTES DE EMISIONES ANTERIORES

PROGRAMAS DE EMISIÓN GLOBAL EMITIDOS						
Año de Emisión	Programa	Moneda	Monto Emitido	Monto Colocado	Pagado	Saldo Vigente
2.014	PEG G1	Gs.	3.800.000.000	3.800.000.000	3.800.000.000	-
2.021	PEG G2	Gs.	6.500.000.000	6.500.000.000	6.500.000.000	-
2.023	PEG G3	Gs.	12.000.000.000	12.000.000.000	-	12.000.000.000
TOTAL DEUDA			22.300.000.000	22.300.000.000	10.300.000.000	12.000.000.000



EMSA Inmobiliaria se encuentra inscrita como emisor ante la Superintendencia de Valores por Resolución N° 36E/13 de fecha 25/07/2013 y ante la Bolsa de Valores de Asunción (BVA) por Resolución BVPASA N° 1.184/13 de fecha 07/08/2013. Cuenta con antecedentes de emisiones anteriores, siendo estos los Programas de Emisión General PEG G1, G2 y G3 realizados en guaraníes y colocados a través del Sistema Electrónico de Negociación (SEN).

El Programa PEG G1, emitido en 2014 por Gs. 3.800 millones, cuyo propósito fue la compra de inmuebles para loteamientos y desarrollo inmobiliario, siendo amortizado a la fecha en su totalidad en tiempo y forma. En 2021, se emitió el PEG G2 por Gs. 6.500 millones, que también ha sido cancelado en su totalidad,

registrando un saldo vigente de cero a la fecha. Por su parte, el programa PEG G3, emitido en 2023 por un monto total de Gs. 7.500 millones, se encuentra colocado íntegramente y constituye la deuda vigente actual de la empresa.

Para garantizar una adecuada gestión financiera, los vencimientos del PEG G3 se han estructurado de la siguiente manera: pagos anuales de Gs. 1.500 millones en 2026, 2027 y 2030, con una mayor concentración de amortizaciones en los años 2028 (Gs. 4.000 millones) y 2029 (Gs. 3.500 millones). Esta planificación busca alinear el cumplimiento de las obligaciones de capital con la capacidad de generación de caja de la firma durante dicho period.

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	47.489	55.802	63.229	68.799	86.939	26,37%
Activo Corriente	27.073	36.101	34.163	48.713	60.140	23,46%
Disponibilidades	1.565	1.641	2.961	1.541	2.308	49,77%
Inversiones temporales	4	5	5	9	61	577,78%
Créditos Netos CP	2.465	3.103	3.157	2.791	3.033	8,67%
Inventario	21.817	28.259	25.989	39.321	50.472	28,36%
Otros activos corrientes	1.222	3.093	2.051	5.051	4.266	-15,54%
Activo no corriente	20.416	19.701	29.066	20.086	26.799	33,42%
Bienes de uso	4.475	5.533	5.765	5.534	5.903	6,67%
Activos disponibles para la venta	14.444	13.457	21.182	13.595	18.461	35,79%
Inversiones LP	0	0	0	0	1.082	-
Otros activos no corrientes	1.497	711	2.119	957	1.353	41,38%
PASIVO	23.866	27.931	27.879	26.199	35.848	36,83%
Pasivo corriente	14.187	17.134	12.592	13.099	17.221	31,47%
Deuda comercial	6.251	7.837	5.086	5.388	8.899	65,16%
Deuda bancaria	3.691	5.042	3.514	3.686	4.350	18,01%
Deuda bursátil	662	916	0	0	0	-
Deuda con terceros	289	0	0	0	0	-
Otras deudas	3.294	3.339	3.992	4.025	3.972	-1,32%
Pasivo no corriente	9.679	10.797	15.287	13.100	18.627	42,19%
Deuda bancaria LP	0	2.673	1.182	2.973	1.734	-41,68%
Deuda bursátil LP	8.106	7.190	13.691	10.116	16.890	66,96%
Deuda con teceros LP	100	0	0	0	0	-
Otras deudas LP	1.473	934	414	11	3	-72,73%
PATRIMONIO NETO	23.626	27.872	35.350	42.601	51.092	19,93%
Capital	15.500	18.000	21.500	26.500	30.000	13,21%
Reservas	3.007	3.350	3.965	4.615	6.858	48,60%
Resultado del Ejercicio	5.119	6.522	9.885	11.486	14.234	23,92%
ESTADO DE RESULTADOS	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	Var%
Ventas	21.112	22.428	25.946	27.319	36.254	32,71%
Costos	-2.823	-3.769	-4.110	-3.336	-5.067	51,89%
Utilidad bruta	18.289	18.659	21.836	23.983	31.187	30,04%
Gastos de Ventas	-4.359	-3.552	-2.999	-3.648	-3.952	8,33%
Gastos Administrativos	-5.777	-6.501	-8.794	-10.334	-11.527	11,54%
Utilidad operacional (EBITDA)	8.153	8.606	10.043	10.001	15.708	57,06%
Depreciaciones y amortizaciones	-443	-590	-716	-728	-549	-24,59%
Utilidad operacional neta (EBIT)	7.710	8.016	9.327	9.273	15.159	63,47%
Gastos financieros	-230	-456	-631	-752	-677	-9,97%
Utilidad ordinaria	7.480	7.560	8.696	8.521	14.482	69,96%
Resultados no operativos	-1.582	-40	2.555	4.409	1.439	-67,36%
Utilidad antes de impuestos	5.898	7.520	11.251	12.930	15.921	23,13%
Impuesto a la renta	-779	-998	-1.366	-1.444	-1.687	16,83%
Utilidad del ejercicio	5.119	6.522	9.885	11.486	14.234	23,92%

PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

En millones de guaraníes y veces						
INDICADOR	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	Var%
CARTERA Y MOROSIDAD						
Cartera Bruta	2.550	3.188	3.473	3.142	3.384	7,70%
Cartera Vencida (Judicial)	341	341	404	2.877	256	-91,10%
Previsión de Cartera (Judicial)	85	85	316	351	351	0,00%
Cobertura de provisiones (Judicial)	24,93%	24,93%	78,22%	12,20%	137,11%	1023,83%
Morosidad (Judicial)	13,37%	10,70%	11,63%	91,57%	7,57%	-91,74%
Morosidad (Judicial) respecto al patrimonio	1,44%	1,22%	1,14%	6,75%	0,50%	-92,58%
Cartera/Activo	5,19%	5,56%	4,99%	4,06%	3,49%	-14,00%
Ventas/Cartera	8,56	7,23	8,22	9,79	11,95	22,12%
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	1,91	2,11	2,71	3,72	3,49	-6,09%
Prueba Ácida	0,37	0,46	0,65	0,72	0,56	-21,70%
Ratio de Efectividad	11,06%	9,61%	23,55%	11,83%	13,76%	16,26%
Índice de capital de trabajo	27,13%	33,99%	34,12%	51,77%	49,37%	-4,63%
Dependencia de Inventario	46,54%	43,83%	24,89%	22,27%	23,42%	5,14%
Deuda Financiera/Activo	27,05%	28,35%	29,08%	24,38%	26,43%	8,38%
GESTIÓN						
Rotación de cartera	7,50	7,82	7,79	8,26	11,11	34,52%
Rotación de Inventario	0,14	0,15	0,15	0,10	0,11	10,47%
Periodo Promedio de Cobro	49	47	47	44	33	-25,66%
Periodo Promedio de Pago	797	749	445	581	632	8,74%
Ciclo operacional	2.746	2.471	2.456	3.617	3.267	-9,68%
Apalancamiento Operativo	2,37	2,33	2,34	2,59	2,06	-20,45%
Ventas/Activo	44,46%	40,19%	41,03%	39,71%	41,70%	5,02%
ENDEUDAMIENTO						
Solvencia	49,75%	49,95%	55,91%	61,92%	58,77%	-5,09%
Endeudamiento	50,26%	50,05%	44,09%	38,08%	41,23%	8,28%
Cobertura de las Obligaciones	57,47%	50,23%	79,76%	76,35%	91,21%	19,47%
Apalancamiento	1,01	1,00	0,79	0,61	0,70	14,09%
Apalancamiento financiero	2,07	2,12	1,92	1,76	1,78	1,35%
Cobertura de Gastos Financieros	35,45	18,87	15,92	13,30	23,20	74,46%
Deuda/EBITDA	2,93	3,25	2,78	2,62	2,28	-12,88%
Deuda/Ventas	1,13	1,25	1,07	0,96	0,99	3,11%
RENTABILIDAD						
ROA	10,78%	11,69%	15,63%	16,70%	16,37%	-1,93%
ROE	27,66%	30,55%	38,82%	36,91%	38,62%	4,62%
Margen Bruto	86,63%	83,20%	84,16%	87,79%	86,02%	-2,01%
Margen Operacional	38,62%	38,37%	38,71%	36,61%	43,33%	18,35%
Margen Neto	24,25%	29,08%	38,10%	42,04%	39,26%	-6,62%
Eficiencia Operativa	44,58%	46,12%	45,99%	41,70%	50,37%	20,78%
Costo de Mercaderías/Ventas	13,37%	16,80%	15,84%	12,21%	13,98%	14,45%
Gasto Operacional/Ventas	48,01%	44,82%	45,45%	51,18%	42,70%	-16,58%
Gasto Operacional/Utilidad Bruta	55,42%	53,88%	54,01%	58,30%	49,63%	-14,87%
Gastos Admin/Utilidad Bruta	31,59%	34,84%	40,27%	43,09%	36,96%	-14,22%

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 G4 de EMSA INMOBILIARIA S.A. se ha sometido al proceso de calificación en cumplimiento a los requisitos del marco normativo, y en virtud de lo que establece la Ley N.º 3.899/09 y de la Resolución CNV CG N° 35/23 de la Superintendencia de Valores, así como a los procedimientos normales de calificación.

INFORMACIÓN RESUMIDA EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN:

1. Estados financieros y contables para los periodos anuales 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 G4.

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 G4.

La emisión de la calificación del Programa de Emisión Global **PEG G4** de **EMSA INMOBILIARIA S.A.** se realiza conforme a lo dispuesto en la Ley N° 3.899/09 y Resolución CNV CG N° 35/23.

Fecha de calificación: 18 de Mayo de 2026

Corte de Calificación: 31 de Diciembre de 2025

Fecha de Publicación: 14 de Julio de 2026

Certificado de Registro SIV N°: PEG_G17_02072026 de fecha 2 de Julio de 2026

Calificadora: **Solventa&Riskmétrica S.A. Calificadora de Riesgos**

Edificio Atrium 3er. Piso | Dr. Francisco Morra esq. Guido Spano |

Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209 | E-mail: info@syr.com.py

EMSA INMOBILIARIA S.A.	CALIFICACIÓN LOCAL	
	CATEGORÍA	TENDENCIA
PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL PEG G4	<i>pyA</i>	Estable
A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.		

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

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

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

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

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

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