

EMSA INMOBILIARIA S.A.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: G3

MONTO MÁXIMO: Gs. 12.000.000.000

REGISTRO SIV N°: 143_11082023

PEG G3	DIC-2022	DIC-2023	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.
CATEGORÍA	pyBBB+	pyA-	
TENDENCIA	ESTABLE	ESTABLE	

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

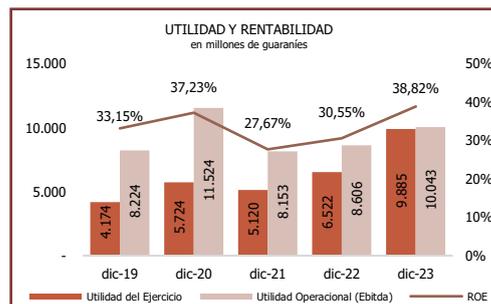
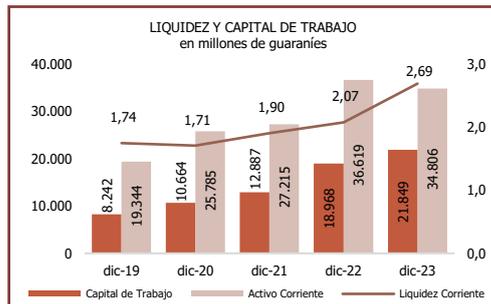
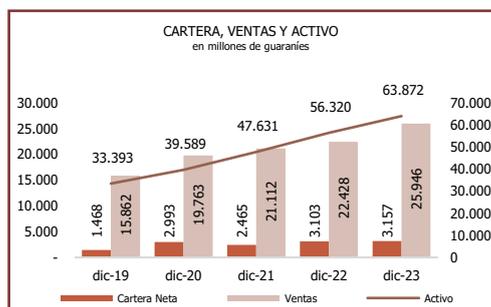
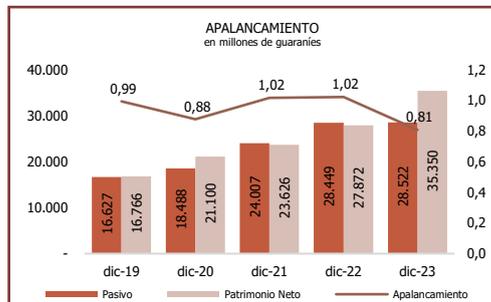
Solventa & Riskmétrica mejora la calificación de **pyBBB+** a **pyA-** con tendencia **Estable** para el Programa de Emisión Global **PEG G3** de **EMSA Inmobiliaria S.A.** con fecha de corte al 31 de Diciembre de 2023, fundamentada en los adecuados niveles de solvencia y endeudamiento, así como en el continuo crecimiento de sus operaciones y ventas, con efecto favorable sus márgenes de utilidad y rentabilidad, acompañado de mejoras cualitativas en su gestión. En contrapartida, la calificación considera la exposición al riesgo sistémico, asociada a la variabilidad de las condiciones económicas de las zonas y de los ingresos de sus clientes, además respecto a la naturaleza de sus operaciones y los contratos firmados con cuentas a cobrar de largo plazo, así como la presión sobre su flujo de recursos líquidos por las actividades de compra y desarrollo inmobiliario, con bajas provisiones sobre cuotas vencida.

En 2023, el nivel de endeudamiento de la empresa disminuyó de 1,02 en Dic22 a 0,81 en Dic23, luego de un ligero aumento del pasivo de 0,26% hasta Gs. 28.552 millones en Dic23 respecto al importante crecimiento del patrimonio neto desde Gs. 27.872 millones en Dic22 a Gs. 35.350 millones en Dic23, favorecido por el aumento del capital de Gs. 18.000 millones a Gs. 21.500 millones, y los mayores resultados obtenidos en 2023. Esto fue acompañado por un aumento de la cobertura de obligaciones hasta 77,51%, con un ratio de cobertura de gastos financieros de 15,92 en Dic23, mientras que el ratio de deuda/Ebitda bajo de 3,31 veces en Dic22 a 2,84 veces en Dic23 y el apalancamiento financiero a 1,5 veces en Dic23.

La empresa ha aumentado sus niveles de activos, en 13,41% hasta Gs. 63.872 millones en Dic23, principalmente derivados de un mayor nivel de inmuebles adquiridos, que incremento el inventario de largo plazo en 57,41% hasta Gs. 21.182 millones en Dic23. Esto fue acompañado por el mantenimiento relativo de su cartera neta de créditos en Gs. 3.157 millones y un aumento de las ventas de lotes propios e ingresos por administración y comisión de lotes administrados, desde Gs. 22.428 millones en Dic22 hasta Gs. 25.946 millones en Dic23, lo que generó un ligero incremento del indicador de ventas/activos hasta 40,62%.

La liquidez se ha mantenido relativamente bajo con respecto a su ciclo operativo y dependiente de la evolución de los niveles de cobranzas de cuotas e importante periodo de fraccionamiento y realización, con una elevada dependencia de inventario. El ratio de liquidez corriente aumento de 2,07 veces en Dic22 a 2,69 veces en Dic23, aunque su ratio de prueba ácida subió a 0,68, mientras que el índice de capital de trabajo creció ligeramente a 34,21%.

El aumento de los ingresos contribuyó al crecimiento de 17,03% de la utilidad bruta hasta Gs. 21.836 millones en Dic23 y de la utilidad operacional en 16,70% hasta Gs. 10.043 millones en Dic23, derivando en crecimiento de la utilidad ordinaria en 15,03% hasta Gs. 8.696 millones en Dic23, luego registrar un bajo nivel de gastos operativos y depreciaciones. Adicionalmente, ha contemplado un aumento de la utilidad neta en 51,56% hasta Gs. 9.885 millones en Dic23,



favorecido por mayores intereses cobrados por mora, con lo cual su rentabilidad sobre capital (ROE) subió de 30,55% en Dic22 a 38,82% en Dic23.

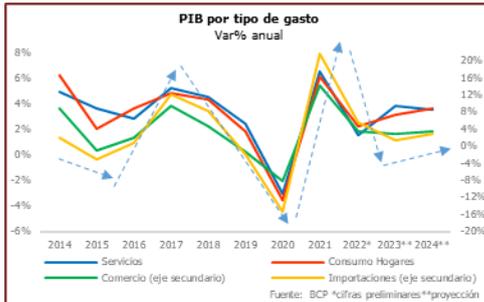
TENDENCIA

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, el fortalecimiento patrimonial y adecuados niveles de endeudamiento, así como elevados indicadores de eficiencia y rentabilidad.

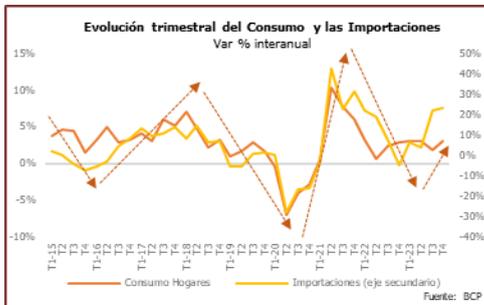
FORTALEZAS	RIESGOS
<ul style="list-style-type: none"> Elevada solvencia con mayores reinversiones y capitalizaciones. Continuo crecimiento de operaciones e ingresos por lotes vendidos y administrados, con nuevos lanzamientos. Creciente posición y cobertura en diferentes zonas del país, a través de su red de sucursales. Aumento de la eficiencia y márgenes de rentabilidad. 	<ul style="list-style-type: none"> Exposición a riesgo sistémico, con contratos y cuentas a cobrar a muy largo plazo, con importantes atrasos en el pago de cuotas. Uso intensivo de recursos de corto plazo para acompañar las inversiones inmobiliarias. Baja cobertura de provisiones comparativamente a las cuotas vencidas.

ECONOMÍA E INDUSTRIA

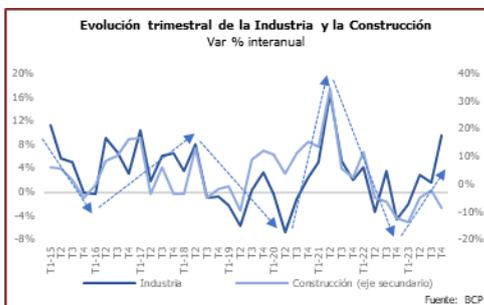

La economía del país ha presentado un comportamiento variable en la última década. Desde el 2015, ha tenido un ciclo económico con una tendencia positiva hasta el 2017. Sin embargo, en el periodo 2018-2020, la economía ha experimentado una marcada desaceleración, reflejada en una tendencia negativa que fue agudizada en el 2020 por la pandemia del COVID-19, con registro de bajas tasas históricas de crecimiento en varios sectores de la economía.



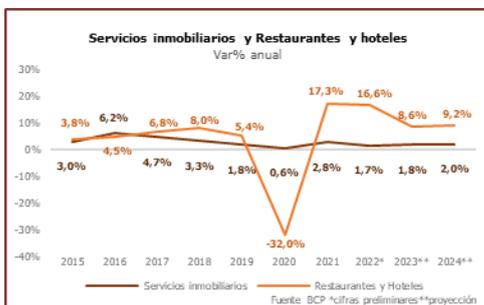
En el 2021 la economía ha registrado una importante recuperación, con los sectores del comercio, servicio, importaciones y construcción que alcanzaron tasas históricas de crecimiento altas de 14,3%, 6,5%, 21,8% y 12,8% respectivamente, lo que ha generado un crecimiento del PIB de 4,0%. El sector agroexportador registró una contracción, con una tasa negativa del sector agrícola de -18,2% y una baja tasa del sector exportador de solamente 2,1%. La agricultura registró disminuciones en todos los trimestres de ese año, como resultado de la fuerte sequía que impactó severamente a la producción de soja y sus derivados, con pérdidas del 50%.



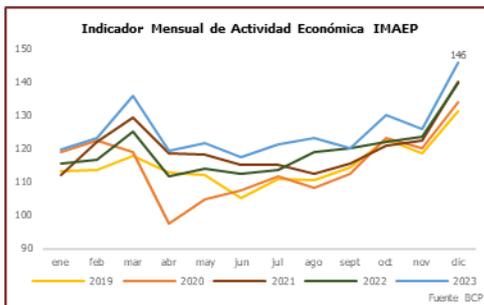
Las cifras preliminares del año 2022 reflejaron un bajo crecimiento del PIB de solamente 0,2%, condicionado por la situación económica del sector agroexportador, con tasas negativas de -12,7% y -1,6% para la agricultura y las exportaciones, respectivamente. Este menor desempeño ha repercutido sobre la industria, las importaciones y el consumo, registrando tasas bajas de 0,1%, 5,6% y 2,2% respectivamente.



Esta situación se ha visto agravada por la inflación acumulada de 6,8% al cierre del 2021 y de 8,1% al cierre del 2022, explicada por el aumento de los precios de los alimentos y de la energía, a causa, entre otros, de los efectos del prolongado conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, así como por las disrupciones en las cadenas globales de suministros de productos manufactureros, a causa de la falta de microchips y semiconductores por el efecto del confinamiento obligatorio en China, para detener la expansión de contagios de COVID-19.



Al cuarto trimestre del 2023, el consumo de los hogares se incrementó 3,1% interanual debido al buen desempeño de los servicios y bienes (durables, semi-durables y no durables). A su vez, las importaciones se incrementaron 23,2% interanual, explicado por aumentos en los rubros de maquinarias y equipos, productos químicos, productos farmacéuticos y de tocador, combustibles y lubricantes.



Por otra parte, la actividad manufacturera creció 9,6% interanual, generado por la producción de aceites, carnes, molinerías y panaderías, lácteos, bebidas y tabacos, textiles y prendas de vestir, cueros y calzados, maderas, químicos, fabricación de metales comunes, maquinarias y equipos, productos metálicos y fabricación de minerales no metálicos. Mientras que, el sector construcción descendió 8,5% interanual, principalmente por menor ritmo de ejecución de obras públicas, relacionada a su vez con el plan de convergencia fiscal. En consecuencia, hubo atrasos en el pago de algunos compromisos del estado, parcialmente reestablecidos cerca de finales del 2023 mediante las emisiones de bonos soberanos.

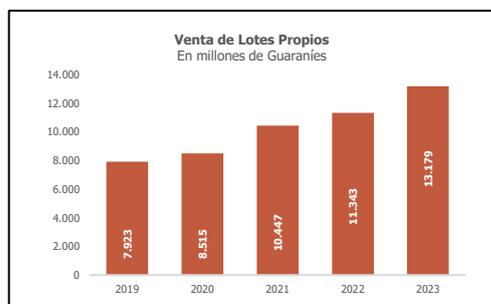
En este contexto económico de fluctuaciones cíclicas, sumado a los efectos consecuentes de la pandemia, los sectores de servicios inmobiliarios y de restaurantes y hoteles han registrado una tendencia similar, siendo este último el más afectado en el 2020. El sector de servicios inmobiliarios ha ido disminuyendo desde el pico de 2,8% en 2021 hasta un nivel preliminar de 1,7% en 2022 y proyecciones de 1,8% y 2,0% en 2023 y 2024. El sector de los restaurantes y hoteles ha disminuido desde el pico de 17,3% en 2021, hasta 16,6% preliminar en 2022 y proyecciones de 8,6% y 9,2% en 2023 y 2024.

Por su parte, el indicador mensual de la actividad económica del Paraguay (IMAEP) en el año 2023 fue de 146, alcanzando el nivel más alto de los últimos cinco años, lo que reveló un mejor desempeño de la economía, condicionado por las recuperaciones en la industria, el comercio y el consumo al cierre del año, complementando un escenario de mayor estabilidad inflacionaria, que terminó con un índice de 3,7%, por debajo del objetivo de 4% del BCP, aunque dentro del rango de tolerancia propuesto. La banca matriz proyectó para el 2024 un crecimiento del PIB de 3,8%, motivada por expansiones en los tres sectores productivos y una inflación concordante con su tasa objetivo.

PERFIL DE NEGOCIOS
ACTIVIDAD COMERCIAL Y POSICIONAMIENTO

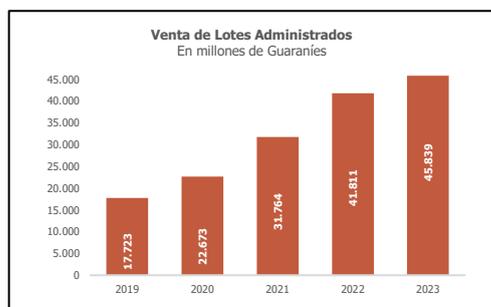
Enfocada a las actividades de administración y venta financiada de lotes, vía compra y fraccionamiento de inmuebles propios y de terceros, con un reconocido posicionamiento en el sector inmobiliario

La empresa inmobiliaria se originó como EMSA S.R.L en el año 1994, mediante cambio de denominación a la empresa anterior PERTL INTHL S.R.L., previamente constituida en 1.989, luego de la venta y cesión de cuotas sociales de esta. Desde entonces, ha tenido una notable evolución en el rubro, transformándose a EMSA INMOBILIARIA S.A. en fecha 6 de Agosto del 2010, e inscribiéndose como sociedad anónima emisora en el año 2013, en línea con la modificación y adecuación de sus estatutos al marco normativo del mercado de valores.



La actividad comercial principal de la firma es la administración y la venta financiada de lotes a plazo propios y de terceros. Con casi 30 años en el rubro inmobiliario con la marca EMSA, dedicada al desarrollo, tiene productos que son orientados a personas que buscan el terreno propio en distintos puntos estratégicos del país, así como también a inversionistas que quieran diversificar su capital. Los productos preparados se dan en forma de loteamientos y proyectos de urbanización.

Estos productos incluyen servicios complementarios como el diseño del proyecto conforme a requerimientos de los municipios para su presentación y aprobación, trabajos de gestión como apertura de calles y mantenimiento de lotes, administraciones de loteamientos con todo lo que ello conlleva, desde la firma de boleta de compraventa, publicidad, cobranzas, etc., ofrecen asesoría Jurídica para atender y proteger los intereses de los propietarios, así como también la gestión de trámites ante el MADES y trabajos topográficos, proyectos, unificaciones, desprendimientos, estudios de título, así como también, servicios de mensuras judiciales.



Las ventas de lotes propios y de terceros han continuado creciendo en los últimos años, alcanzando un importe de ingresos por cuotas de Gs. 13.179 millones en lotes propios en Dic23, e ingresos por administración y comisiones de Gs. 12.767 millones, derivados de una venta de lotes administrados por Gs. 45.839 millones en Dic23.

Opera principalmente desde su casa central en la ciudad de Asunción, y a través de una red de 9 sucursales que se encuentran distribuidas en zonas estratégicas de la Región Oriental del país, en los departamentos de Concepción, San Pedro, Guairá, Caaguazú, Misiones, Alto Paraná, Canindeyú y Amambay.

Actualmente, cuenta con varias urbanizaciones y lotes para su comercialización, distribuidas en las ciudades de Caaguazú, Concepción, Coronel Bogado, Cruce Liberación, Francisco Caballero Álvarez, Itá, Itauguá, Juan E. O'Leary, Juan León Mallorquín, Katueté, Mbocayaty, Minga Guazú, Pedro Juan Caballero, Presidente Franco, San Ignacio, Santa Rita, Santa Rosa del Aguaray y Villarrica. A su vez, cuenta con otros proyectos de urbanización en curso, cuyos fraccionamientos se encuentran próximos de lanzamiento, y como parte de sus objetivos de crecimiento y expansión, realiza continuas compras de bienes inmuebles.

La inmobiliaria realiza la captación de potenciales clientes a través del contacto con interesados vía redes sociales de la Inmobiliaria, cuyos datos son tomados por el Dpto. de Marketing, además de conseguir tratos por llamadas de los propios interesados. Igualmente, contempla la entrega de volantes, que son repartidos en las oficinas o por los vendedores en las zonas de loteamiento.

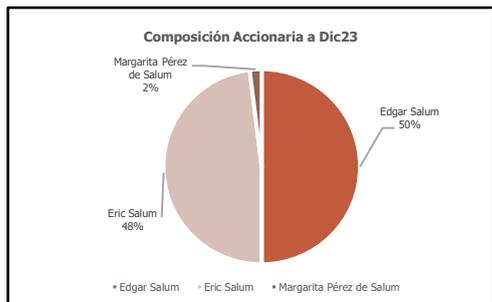
Los interesados pueden recurrir a las oficinas ya sea de casa matriz o las sucursales, en donde los vendedores o encargados de sucursales, describen al cliente las características del loteamiento a adquirirse, la disponibilidad de lotes, los precios que se manejan para la fracción correspondiente, formas de pago a convenir, y una posterior coordinación de la fecha, hora y traslado hasta el lugar para una posterior visita. Los vendedores pueden contar con puestos en algunas de las fracciones, donde se busca que los mismos puedan enseñar las urbanizaciones, además de concretar el cierre de ventas de los lotes en el mismo lugar.

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

ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Plana accionaria y directiva concentrada en la familia Salum, con una activa participación de sus miembros en la administración y operatividad de la empresa

El directorio de EMSA Inmobiliaria S.A está conformado por sus accionistas, miembros de la familia Salum, quienes han demostrado una directa y activa participación en la dirección estratégica de la empresa y en la toma de decisiones, así como en la administración y operatividad. Desde la asamblea ordinaria de accionistas, celebrada en fecha 04/04/2023, el Dr. Eric Salum ocupa el cargo de Presidente del directorio de la empresa y el Arq. Edgar Salum es Vicepresidente, además se contempló un reordenamiento en 2024 respecto a los demás miembros de la plana directiva, con Joaquín Salum actualmente como director titular, y la Sra. Margarita Pérez de Salum e Yvo Salum como directores suplentes.



La composición accionaria se encuentra concentrada en 50% en las acciones de Edgar Salum y en 48% en las acciones de Eric Salum, mientras que el 2% restante en Margarita Pérez de Salum. El capital se compone de 2.650 acciones en 2023, con valor nominal de Gs. 10 millones cada una, luego de la última capitalización de Gs. 8.500 millones, desde Gs. 18.000 millones en Dic22. Cabe señalar que los principales accionistas y miembros del directorio, mantienen también una vinculación por cargos de administración en otras empresas.

El señor Edgar Salum es también socio director de la constructora SALUM & WENZ S.A., reconocida a nivel nacional con más de 30 años de trayectoria en el rubro de construcciones civiles. También es director de Alepo S.A, presidente de las firmas Génesis Desarrollo Inmobiliario S.A, Centro Este S.A, Puerto Marina S.A, Innova Asunción S.A, y además es Socio Gerente de Check S.R.L. Por su parte, el Dr. Eric Salum es socio director de la firma Cobranzas S.R.L, en tanto que la Lic. Margarita Pérez de Salum es Vicepresidente de Aquidabán Representaciones S.A.

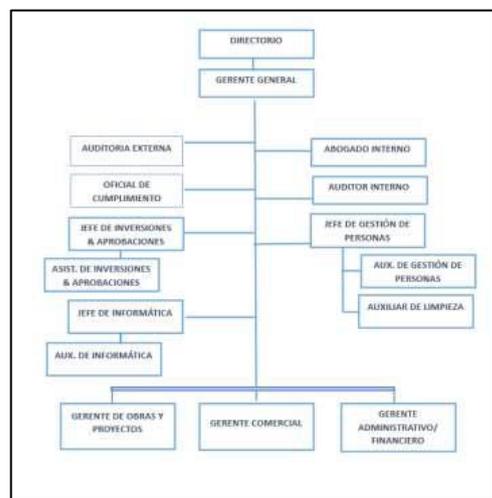
El organigrama de EMSA Inmobiliaria se encuentra acorde a la complejidad de sus operaciones en términos de dimensión y estructura, con una Gerencia General, con desafíos de impulsar el área comercial, formalizar procesos, reorganizar y profesionalizar la empresa. Además, contempla un staff de apoyo, integrado por el abogado de la firma, auditoría interna y externa, el oficial de cumplimiento, el área de informática, de inversiones y aprobaciones y otro de gestión de personas (RRHH).

Plana Directiva	
Cargo	Responsable
Presidente	Eric Salum Pires
Vicepresidente	Edgar Salum Pires
Director Titular	Joaquín Salum Silva
Director Suplente	Yvo Salum Pérez
Directora Suplente	Margarita Pérez de Salum
Síndico Titular	Diana González
Síndico Suplente	Rosalba Oviedo

A su vez, la gerencia general se apoya en tres gerencias principales: (1) La gerencia comercial, que se encarga de las distintas gestiones de compra/venta, contratos y escrituraciones, y tiene a su cargo, las áreas de ventas, marketing, contratos y estructuraciones, y sucursales, (2) la gerencia de proyectos y obras, con las áreas de topografía y de proyectos e infraestructuras, que evalúa a las distintas alternativas de inversión con miras al adecuado crecimiento y expansión del negocio inmobiliario. (3) La gerencia administrativa/financiera, se subdivide en finanzas, cobranzas y contabilidad.

El equipo gerencial está integrado por el Dr. José Pérez como Gerente General, y la Lic. Carla Allende como Gerente Comercial, además de la Mg. Claudia Albertini como Gerente Administrativa/Financiera, y el Arq. Javier Casañas como Gerente de Obras y Proyectos, encargado de gestionar el aumento de obras y la necesidad de lanzamientos de lotes con mayor calidad.

En cuanto a colaboradores, la empresa contempló un aumento desde una dotación de personal de 58 colaboradores en Dic22 a 65 colaboradores para Dic23. Las gerencias con mayor cantidad de incorporaciones fueron las de



Obras y Proyectos y la Comercial, con 3 y 4 personas más respectivamente. La gerencia general ha mantenido a sus 13 colaboradores respecto al año pasado y la gerencia financiera contrastó con dos personas menos respecto al periodo anterior.

En virtud de mejorar el Gobierno Corporativo de la empresa, han contratado a finales de año a la consultora ÁGAPE Consulting, para un acompañamiento en el proceso de corporativización entre otros aspectos, con la implementación de acciones en distintas áreas de la empresa, que orienten al Directorio a estar mucho menos absorbido por la operativa diaria y mucho más enfocado en asegurar la definición de la estrategia de largo plazo y su fiel cumplimiento. Los trabajos de diagnóstico culminaron y se enfocaron al apoyo de las áreas Comercial y T.I.

GESTIÓN OPERATIVA DEL NEGOCIO

Adecuada gestión operativa sobre los riesgos inherentes al negocio inmobiliario, con ajustes y mejoras en los procesos y procedimientos

EMSA Inmobiliaria realiza continuas gestiones a través de la búsqueda e identificación de inmuebles en diferentes puntos del país, con importantes inversiones en la compra y proyectos para el desarrollo de terrenos, basados en una política de compras y adquisición de bienes, servicios y diferentes niveles de autorización, para el fraccionamiento de lotes propios y de terceros, que derivan en importantes usos de recursos de forma anual, para la posterior comercialización.

Como gestiones complementarias incluyen servicios de topografía, estudio ambiental, escribanía, asignación de cuentas corrientes, de maquinarias y limpieza de loteamientos, de estaqueamiento, rasqueteo y otras mejoras, electrificación de loteamientos, apertura de caminos, entre otros.

En cuanto a la política comercial, los vendedores con base al listado de los lotes libres contactan con los clientes interesados y cierran la adquisición de lotes, con el llenado de un comprobante provisorio. Cabe señalar que el departamento comercial realiza el análisis del potencial cliente. Una vez aprobado el vendedor procede al cobro del importe de la primera cuota, que posteriormente rinde al área comercial para dar a la venta su posterior ingreso al sistema y a la correspondiente facturación en caja. Contarán con el apoyo de la consultora ÁGAPE Consulting para potenciar las prácticas comerciales.

La inmobiliaria practica un esquema de contratos con sus clientes y de cobranzas con tramos de mora clasificadas por la cantidad de cuotas que se tienen vencidas, y adopta distintos métodos de cobro de acuerdo con este número de cuotas no abonadas. Los reclamos se realizan principalmente a través de llamadas telefónicas, y también cuenta con el apoyo de un sistema de mensajería automática, que refuerza la gestión de cobro con la notificación a los clientes.

A su vez, los tramos de gestión para el recupero administrativo del terreno se dan acorde al número de cuotas vencidas, y van entre dos o seis cuotas vencidas. El recupero administrativo de oficio se realiza siempre que el valor de las cuotas abonadas por el cliente no supere el 25% del precio total del lote o que sus mejoras no alcancen dicho valor o que el lote no se encuentre habitado, con lo que se recurre a la negociación para la renuncia del cliente al lote y en última instancia al recupero judicial. En cantidad de lotes, los recuperados bajaron 12,86% de 1.019 lotes a 888 lotes entre Dic22 y Dic23.

Dada la naturaleza volátil de las operaciones inmobiliarias a crédito, la firma registra el valor de los contratos como cuentas de orden correspondiente a los terrenos tanto propios (cuentas) como de terceros (comisiones) que se consideran como flujo futuro a cobrar.

Lo correspondiente a cobrar por venta de lotes propios tuvo una leve baja desde Gs. 89.056 millones en Dic22 a Gs. 88.972 millones en Dic23, mientras que en aquellos asociados a la venta de lotes de terceros, registró una suba de 5,23% de Gs. 57.825 millones en Dic22 a Gs. 60.847 millones para Dic23.

Al respecto, haciendo una segmentación de créditos vencidos por atraso en los últimos dos ejercicios, se tiene una cartera vencida total que se redujo de Gs. 11.160 millones en Dic22 a Gs. 11.096 millones a Dic23, cuyos criterios son: De 1 a 4 cuotas en mora temprana (Bajó 7%), de 5 a 8 cuotas en mora intermedia (Bajó 19%), y 9 cuotas o más como mora alta (Bajó 12,64%), además de incluir porciones en gestión prejudicial y judicial (Aumentaron en conjunto 25,79%).

Cabe mencionar que el plazo de financiamiento va hasta 130 cuotas y que los clientes deben cumplir con trámites establecidos para la transferencia efectiva de los lotes, entre los que se destacan la copia del contrato de compraventa o transferencia interna, certificado de cumplimiento tributario y el pago de anticipo del 50% del costo de la titulación. Como hecho posterior al corte, en marzo 2024 la inmobiliaria inició un plan piloto de financiación de escrituración.

Respecto a la planificación estratégica de la compañía, la inmobiliaria expuso su plan operativo anual, con dos líneas concretas: una Gerencial, y otra conformada por Jefatura y Sucursales.

El cumplimiento de este plan alcanzó su totalidad respecto a las gerencias, 86,5% en promedio para jefaturas y en cuanto a sucursales se logró un 33,3%. Cabe señalar que realizaron mudanzas y reformas en Casa central, y sucursales de Concepción y Ciudad del Este, todas relevantes para la inmobiliaria. Se proyecta continuar con estas reformas para el 2024 en 3 sucursales más.

Se hicieron nuevas inversiones en compra de propiedades en diferentes puntos del país, de manera a contar con stock suficiente de lotes para proveer a las diferentes sucursales de la empresa. Han realizado 10 nuevos lanzamientos de fracciones en varios puntos del país, acompañados de acciones comerciales y publicitarias que propiciaron las ventas de los loteamientos. Además, ampliaron el equipo de ventas propio que además de los tercerizados han logrado alcanzar metas positivas de colocación.

En cuanto al ambiente de control interno, los controles son distribuidos de manera específica en áreas como cobranzas, facturación, tesorería, recursos humanos, finanzas y contabilidad. El Plan Anual de Auditoría 2023 se ha cumplido conforme a los procedimientos de control establecidos, y ofreció una base robusta para la gestión eficaz de la empresa.

Los resultados han tenido un impacto cualitativo positivo, ya que ha permitido mitigar riesgos operativos y financieros, y a su vez fortaleció la confianza de los departamentos en la organización. En cuanto a prácticas de capitalización y distribución de utilidades, son propuestas y establecidas mediante asambleas ordinarias cada año, con un nivel de distribución de las utilidades en promedio de 47,6% en estos últimos cinco años.

El entorno tecnológico y sistematización de procesos, se mantiene razonable para el tipo de negocio. La funcionalidad del sistema incorporado a la empresa integra módulos de Contabilidad, Finanzas, Tesorería e Inmobiliaria. Cuentan con equipos actualizados de oficina y servidor, con respaldo de antivirus y firewall, y dispone de un servidor de dominio para usuarios con vencimiento de las contraseñas periódicas y una central telefónica IP con soporte hasta para 500 internos. Los back-ups son diarios con software específico para el adecuado alojamiento en nube. El área de IT también contará con el apoyo de ÁGAPE Consulting para sus mejores prácticas.

EMSA cuenta con una política de financiamiento diversificada, que además de trabajar a crédito con proveedores, se vale de compromisos contraídos con entidades bancarias y con emisiones de bonos. Es de notar que acorde a los prospectos de emisión, la mayoría de los fondos obtenidos en el programa G2 se destinan a la reestructuración de pasivos, y entre un 20 y 30% a capital operativo. En tanto, el G3 orienta entre 60% a 70% para el primer propósito, y 30% a 40% para el segundo.

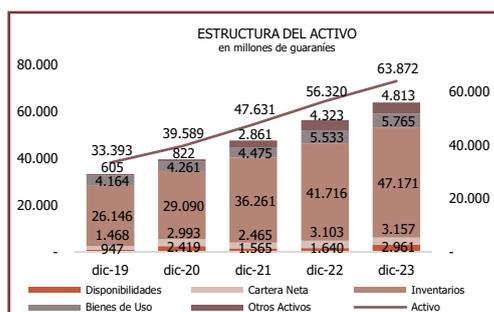
Además, cuenta con diferentes proveedores como Salum & Wenz S.A., Digiweb Paraguay S.A., PRONET S.A, Bancard S.A, Century Systems S.R.L, Alarmas Prosegur Paraguay S.A. entre otros. Respecto a políticas de mitigación de riesgos relacionados con las leyes antilavado de activos y financiamiento del terrorismo (ALA/FT), la firma cumple las disposiciones vigentes con los manuales, códigos y capacitaciones pertinentes.

Además, ha mejorado en este frente con la contratación posterior al corte de una oficial de cumplimiento y un adjunto, quienes prestan dedicación exclusiva a las actividades de reporte y el establecimiento de fichas de clientes.

SITUACIÓN FINANCIERA

ESTRUCTURA Y CALIDAD DE ACTIVOS

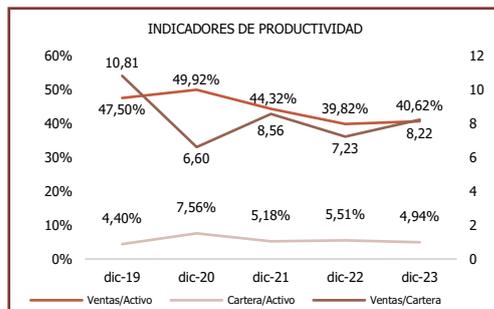
Aumento continuo de las operaciones y activos, con una adecuada estructura y calidad de activos, con importantes inversiones en inmuebles y fraccionamiento de nuevas urbanizaciones



En 2023, EMSA ha mantenido como principal activo a los terrenos en forma de loteamientos y urbanizaciones, y son representados en el presente informe como inventarios de corto y largo plazo, que conformaron estructuralmente el 73,85% del total.

La evolución ha mostrado una tendencia creciente a lo largo del horizonte temporal estudiado, y en mayor proporción histórica a partir del cierre del año 2020, aumentando desde Gs. 41.716 millones en Dic22 a Gs. 47.171 millones en Dic23, lo que representó un crecimiento de 13,08%.

En cuanto a los bienes de uso, el saldo creció 23,64% desde Gs. 5.533 millones en Dic 22 hasta alcanzar Gs. 5.765 millones a Dic23.



En cambio, la categoría de "Otros Activos" compuesta en su mayoría por anticipos por compra de propiedades y otros créditos a cobrar, como comisiones a propietarios, subió un 11,33% desde Gs. 4.323 millones en Dic22 hasta Gs. 4.813 millones en Dic23.

Por su parte, la cartera neta subió levemente de Gs. 3.103 millones a Gs. 3.157 millones, mientras que las disponibilidades crecieron 80,55% de Gs. 1.640 millones en Dic22 a Gs. 2.961 millones en Dic23, explicada por la suba en las porciones de cuenta corriente en los bancos.

Cabe señalar aquí que los contratos cerrados con clientes se encuentran como cuentas de orden, y el cobro de las cuotas tienen facturación de frecuencia mensual. La dinámica de manejo de cartera explica la baja participación de la cartera de créditos registrada dentro de los activos en el balance.

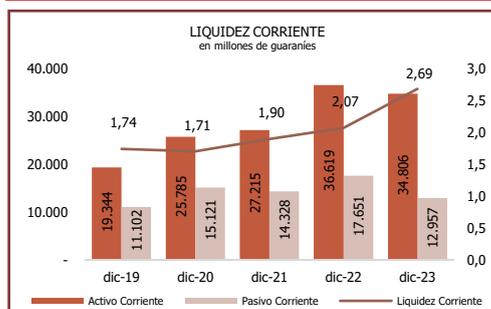
En tal sentido, los indicadores de calidad de cartera de EMSA registrada en balances son de menor cuantía en comparación a la que se define por el volumen de contratos en proceso de cobro, mencionado en el apartado de gestión operativa del negocio. El ratio de Cartera respecto al activo se mantuvo a niveles estables y mantuvo un promedio de 5,52% a lo largo del periodo contemplado, pasando de 5,51% en Dic22 a 4,94% en Dic23.

Los activos de EMSA alcanzaron Gs. 63.872 millones en Dic23, luego de un crecimiento anual de 13,41%, crecimiento que ha sido consistente y constante en el quinquenio estudiado. El ratio de ventas sobre cartera subió desde 7,23 en Dic22 a 8,22 en Dic23, mientras que las ventas/activo subieron levemente desde 39,82% en Dic22 hasta 40,62% en Dic23.

LIQUIDEZ Y FINANCIAMIENTO

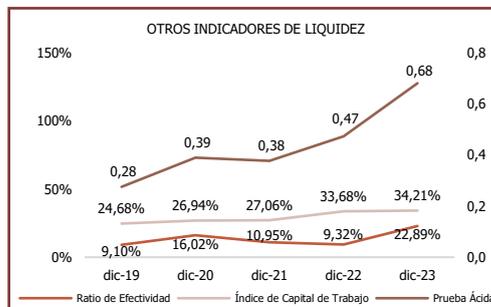
Mejora en la liquidez con el aumento de los recursos disponibles y la disminución de las obligaciones de corto plazo, derivados de la concentración de deudas a largo plazo

Tanto las porciones del activo como del pasivo en términos corrientes han experimentado un decrecimiento en el año 2023, en contraste con el cierre anterior.



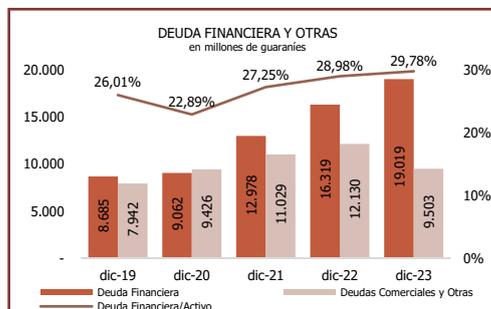
No obstante, el indicador de liquidez corriente subió de 2,07 a 2,69 entre Dic22 y Dic23 por el descenso de mayor ritmo del 26,59% de los pasivos corrientes dado por reducción de deudas comerciales a corto plazo y la cancelación anticipada de compromisos bancarios con recursos de las emisiones bursátiles. Esto, ante la baja de 4,95% que tuvieron los activos corrientes por reducción de 8,03% de los inventarios a corto plazo, hasta Gs. 25.989 millones.

El ratio de liquidez corriente se encuentra en condición adecuada para el tipo de negocio, y en este sentido, el comportamiento de los activos y pasivos corrientes también fue incidente en los demás indicadores de liquidez, con la prueba ácida que subió de 0,47 a 0,68 y el índice de capital de trabajo de 33,68% a 34,21% entre Dic22 y Dic23.



Por su parte, el ratio de efectividad alcanzó 22,89% al último corte, recuperando la posición respecto al 9,32% registrado en el cierre anterior, y situándose en el pico del quinquenio, por el crecimiento en el nivel de disponibilidades, generado por ampliaciones en las cuentas corrientes de los bancos.

En la mayor parte de los cortes se tiene una mayor concentración en deuda de tipo financiera, con el adicional de que la agrupación de deuda comercial y otras ha tomado cada vez una menor participación en la estructura de financiamiento de la firma.

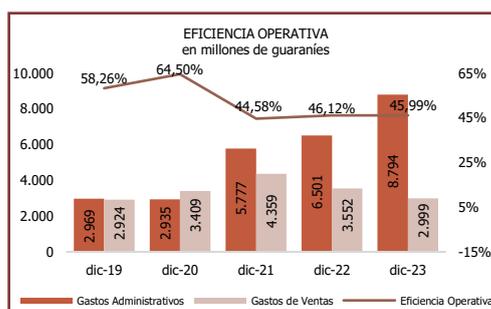


La deuda financiera ha aumentado 16,55% desde Gs. 16.319 millones en Dic22 hasta alcanzar Gs. 19.019 millones a Dic23, y con respecto al activo, han tenido cada vez mayor participación en el financiamiento, con una suba del indicador, desde 28,98% en Dic22 a 29,78% para Dic23, valor registrado que ha sido el más alto en todo el periodo estudiado. En términos estructurales, representó el 66,68% de las obligaciones totales.

Por su parte, el conjunto de deudas comerciales y otros tipos de obligaciones abarcó 33,32% del total de pasivos, por la baja de 21,66% desde Gs. 12.130 millones en Dic22 a Gs. 9.503 millones para Dic23, que finalmente significó una porción del 14,88% del activo.

GESTIÓN Y ESTRUCTURA OPERATIVA

Mantenimiento de adecuados niveles eficiencia operativa por el ritmo de los costos operativos, con relación a los rendimientos generados, y una leve mejora en el ciclo operativo de la firma



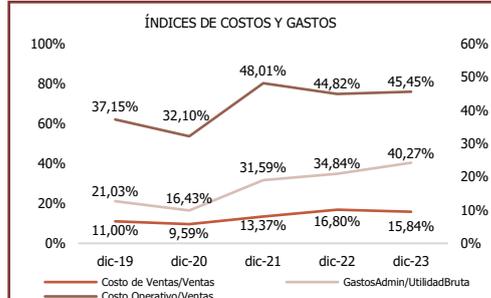
Los gastos administrativos de la empresa alcanzaron un total de Gs. 8.794 millones en Dic23, que en comparación con los Gs. 6.501 millones registrados a Dic22, se indicó una suba de 35,27%, entre los que destacan mayores gastos de alquiler, servicios básicos y honorarios profesionales.

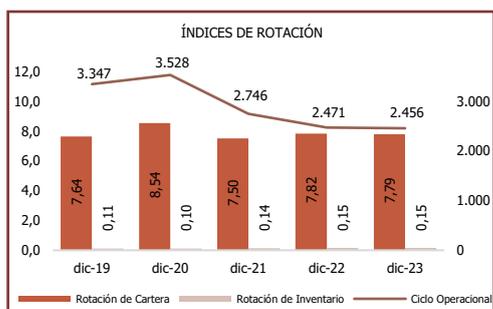
Por su parte, los gastos de ventas decrecieron 15,57%, de Gs. 3.552 millones en Dic22 a Gs. 2.999 millones para Dic23, afectado principalmente por menores comisiones pagadas, y una reducción de gastos del rubro de publicidad y propaganda.

En conjunto, los costos operacionales de la firma crecieron 17,31% desde Gs. 10.053 millones en Dic22 hasta Gs. 11.793 millones para Dic23. Con esto el indicador de eficiencia operativa dado por el cociente EBITDA/Utilidad Bruta, tuvo un leve descenso de 46,12% a 45,99% entre Dic22 y Dic23, aunque se mantuvo aun en posición adecuada para el tipo de negocio.

En este sentido, el índice de estos costos operativos con respecto a las ventas subió ligeramente de 44,82% en Dic22 a 45,45% para Dic23.

El costo de mercaderías vendidas ha influido en menor medida, con un índice que bajó de 16,80% en Dic22 a 15,84% para Dic23. Los gastos administrativos subieron con respecto a la utilidad bruta desde 34,84% en Dic22 a 40,27% para Dic23.



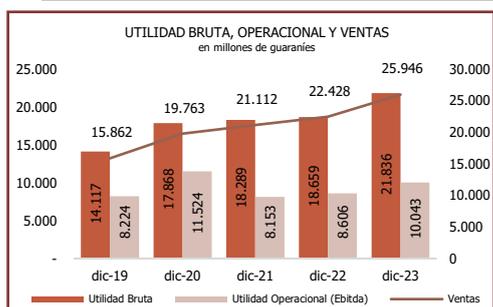


Concerniente al desempeño operativo en términos de cartera e inventarios, el índice de rotación de cartera disminuyó levemente de 7,82 a 7,79 entre Dic22 y Dic23 por incidencias de mayor crecimiento de las ventas con relación a la cartera, en tanto que el indicador de rotación de inventario se mantuvo en estos últimos dos años, con el crecimiento a la par de los niveles de inventario y sus costos.

En consecuencia, el ciclo operacional de la firma bajó de 2.471 a 2.456 días, lo que indica una leve mejora en términos de eficacia en el ritmo de negocios, que en términos históricos si bien la mejora se da cada vez a un ritmo menos acelerado, significó una optimización desde el pico de los 3.528 días registrados en el cierre del año 2020.

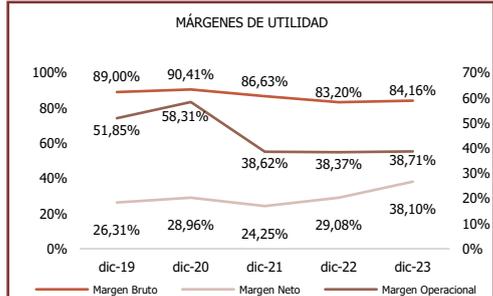
UTILIDAD Y RENTABILIDAD

Constante crecimiento de las facturaciones deriva en una mayor rentabilidad, con una reducción de sus costos y gastos operativos, así como de la contribución adicional de resultados extraordinarios



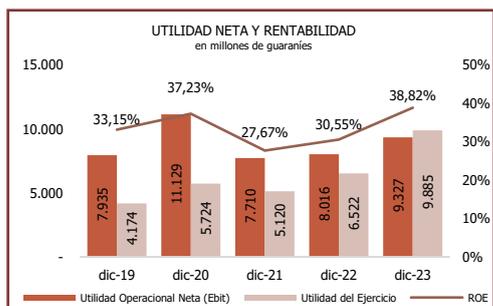
Las facturaciones totales de EMSA Inmobiliaria han presentado una tendencia ascendente a lo largo del periodo de estudio, hasta alcanzar Gs. 25.946 millones para Dic23, que en contraste con los Gs. 22.428 millones registrados en Dic22, indicó una suba de 15,69%, en línea con el crecimiento del negocio tanto en términos de lotes propios como de lotes administrados.

Por un aumento de menor ritmo de los costos de ventas de la empresa, en el orden del 9,05%, la utilidad bruta de la empresa aumentó 17,03%, desde Gs. 18.659 millones en Dic22 a Gs. 21.836 millones para Dic23. Posterior al efecto de los costos operativos de la empresa por administración y ventas, la utilidad operacional EBITDA ha crecido 16,70%, desde Gs. 8.606 millones en Dic22 hasta Gs. 10.043 millones para Dic23.



Respecto a los márgenes de utilidad alcanzados, todos han manifestado subas entre Dic22 y Dic23. El margen bruto de la firma subió desde 83,20% a 84,16%, en tanto que el margen neto pasó desde 29,08% hasta 38,10%, y el margen operacional fue desde 38,37% a 38,71%.

Las depreciaciones y amortizaciones de la inmobiliaria alcanzaron Gs. 590 millones en Dic22, y presentaron un aumento de 21,36% hasta Gs. 716 millones en Dic23, derivando en una Utilidad Operacional Neta (Ebit) que creció 16,35%, desde Gs. 8.016 millones en Dic22 hasta Gs. 9.327 millones en Dic23.

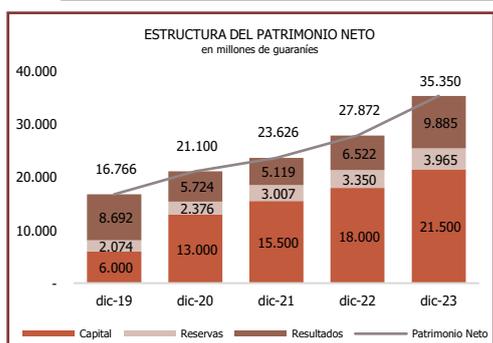


Cabe destacar la importante porción de intereses moratorios cobrados, por valor de Gs. 2.188 millones que han llevado a aumentar a los resultados complementarios hasta Gs. 2.555 millones, con efectos incluso en el resultado final.

En consecuencia, la utilidad del ejercicio de la inmobiliaria alcanzó Gs. 9.885 millones a Dic23, que en comparación con los Gs. 6.522 millones registrados a Dic22, indicó un crecimiento de 51,56%, siendo este su nivel más alto de los últimos cinco años. Asimismo, el indicador de rentabilidad patrimonial de la firma (ROE) subió desde 30,55% en Dic22 hasta 38,82% en Dic23, posición que se encuentra adecuada para el tipo de negocio.

SOLVENCIA Y ENDEUDAMIENTO

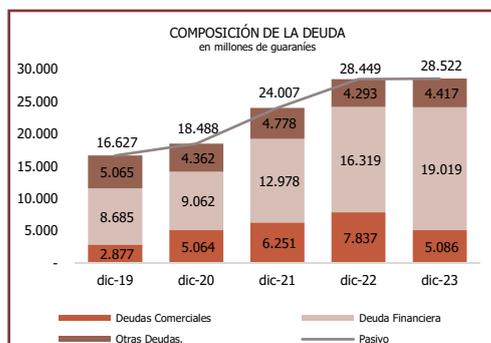
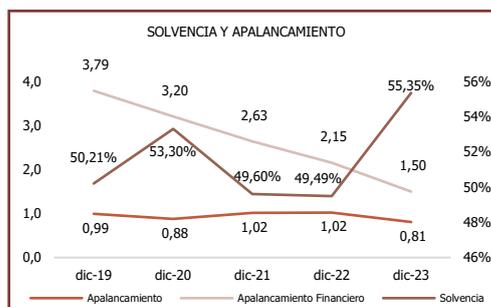
Adecuada posición de solvencia, con aumentos continuos de capital, a partir de las políticas de reinversión de utilidades, que derivan en un bajo nivel de endeudamiento



El patrimonio neto de la inmobiliaria se ha fortalecido constantemente a lo largo del horizonte temporal del análisis, mediante prácticas adecuadas en términos de redistribución de utilidades de los distintos ejercicios. Ha crecido un 26,83% en los últimos dos cierres, desde Gs. 27.872 millones a Gs. 35.350 millones.

Se justifica entonces, que el capital abarque la mayor porción de la estructura patrimonial, ya que ocupó un peso de 60,82% en ella, por su crecimiento continuo en términos históricos, y una suba del 19,44%, desde Gs. 18.000 millones en Dic22 hasta Gs. 21.500 millones para Dic23.

Adicionalmente, la constitución de reservas también ha venido en ascenso, con una suba de 18,36% en los últimos dos diciembre, desde Gs. 3.350 millones hasta



Gs. 3.965 millones, explicados exclusivamente por efectos de las reservas legales constituidas.

Sobre esta línea, cabe destacar a los favorables resultados obtenidos en el último ejercicio, que fueron 51,56% más con respecto al año anterior, desde Gs. 6.522 millones en Dic22 a Gs. 9.885 millones para Dic23, siendo el nivel más alto de los últimos cinco años. Tal comportamiento del patrimonio en su conjunto ha sido favorable al índice de solvencia, cuyo marcador subió desde 49,49% en Dic22 a 55,35% para Dic23, adecuado para el tipo de negocio.

Asimismo, ha influido en la reducción del nivel de apalancamiento, de 1,02 a 0,81 entre Dic22 y Dic23, acompañado por un escenario de estabilización de pasivos, ya que las obligaciones totales de la empresa sólo han aumentado ligeramente, de Gs. 28.449 millones en Dic22 a Gs. 28.522 millones en Dic23. Esto se encuentra en línea con el propósito de reestructuración de pasivos que tienen las emisiones, para saldado de compromisos principalmente bancarios.

En términos de estructura, el pasivo ha mantenido su inclinación hacia un mayor financiamiento con deuda de tipo financiera, ocupando el 66,68%, y cuyo crecimiento fue de 16,55%, de Gs. 16.319 millones en Dic22 a Gs. 19.019 millones en Dic23, acumuladas a su vez en el largo plazo, con una porción bancaria y otra parte volcada hacia las emisiones de bonos. En contraste, el apalancamiento financiero de la empresa presentó una tendencia descendente, de 2,15 en Dic22 a 1,50 para Dic23. Las deudas comerciales han ocupado 17,83% en la estructura de deudas por su reducción del 35,10% de Gs. 7.837 millones en Dic22 a Gs. 5.086 millones para Dic23.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO

FLUJO DE CAJA PROYECTADO					
En millones de Guaraníes					
Ingresos y Egresos	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos por lotes propios	15.759	16.547	16.878	17.047	17.217
Ingresos por lotes administrados	36.567	38.396	39.164	39.555	39.951
Administración de Loteamientos (cuotas imp.)	3.257	3.420	3.488	3.523	3.558
Comisiones por Admin. Lotes	9.274	9.738	9.933	10.032	10.132
Otros Ingresos	4.271	4.484	4.574	4.620	4.666
Ingresos Operativos	69.129	72.585	74.037	74.777	75.525
Pagos a proveedores y propietarios	43.212	45.373	46.280	46.743	47.211
Pagos a RRHH	6.831	7.173	7.316	7.389	7.463
Egresos por Otros gastos a activar	820	774	567	573	579
Impuestos	3.453	3.626	3.698	3.735	3.773
Egresos Operativos	-54.316	-56.946	-57.862	-58.441	-59.025
FLUJO OPERATIVO	14.812	15.640	16.175	16.337	16.500
Egresos por Obras en lotes propios	7.039	7.391	7.538	7.614	7.690
Egresos por Obras en lotes administrados	344	362	369	372	376
Compra de Lotes	4.240	4.452	5.297	5.803	6.915
FLUJO DE INVERSION	-11.623	-12.204	-13.204	-13.790	-14.981
Nuevas deudas financieras	10.500	7.500	5.500	4.000	4.500
Ingresos financieros	10.500	7.500	5.500	4.000	4.500
Pagos por nuevas deudas financieras	1.575	1.125	825	600	675
Pagos financieros comprometidos	7.983	6.023	3.321	1.829	1.672
Pago de dividendos	3.686	3.871	3.948	3.987	4.027
Egresos financieros	-13.245	-11.019	-8.094	-6.416	-6.374
FLUJO FINANCIERO	-2.745	-3.519	-2.594	-2.416	-1.874
FLUJO DE CAJA	445	-83	376	131	-355
Saldo Inicial	214	658	575	951	1.082
FLUJO FINAL ACUMULADO	658	575	951	1.082	726

EMSA Inmobiliaria S.A. ha actualizado su flujo de caja proyectándolo a un horizonte temporal de cinco periodos, y que contempla tanto a las operaciones realizadas con los lotes propios y lotes administrados de terceros y las perspectivas de sus ingresos de caja. Además, toma en cuenta los ingresos por financiaciones vía los sectores bancario y bursátil.

Los ingresos operativos de caja por lotes propios fueron proyectados en esta oportunidad bajo un escenario más conservador, con crecimiento de cada vez a menor ritmo, con una tasa de 5% para el 2025, 2% para el 2026 y 1% para los siguientes años, tomando como base los inmuebles disponibles para fraccionamiento y fracciones pendientes para lanzamiento, adquiridos en los últimos años. En tanto, los ingresos por lotes administrados fueron proyectados bajo las mismas condiciones de crecimiento que los lotes propios, lo que explica la gradual evolución de ingresos por administración y comisiones sobre lotes de terceros. Al respecto, cabe señalar que los ingresos por lotes administrados se compensan en un 100% con los pagos a propietarios.

El mismo panorama de crecimiento se tuvo en cuenta para los otros ingresos, que se encuentra mayormente compuesto por los intereses moratorios cobrados, así también para las comisiones. Los ingresos de la inmobiliaria por lotes de terceros en concepto de administración de loteamiento (cuotas impares) llega para el 2024 hasta Gs. 3.257 millones y crece también en similar ritmo.

Por el lado de los costos de operación, son mayormente ocupados por pagos a proveedores, dado que como se mencionó anteriormente el pago a los propietarios de los lotes administrados por la compensación total de los ingresos en este concepto, revelando un efecto de neteo dentro del flujo, mientras que la diferencia restante corresponde a lo abonado a los proveedores comerciales.

Al respecto, existen gastos incurridos en obras, que tanto por el lado de los lotes propios como de lotes administrados se encuentran proyectados a ritmo coincidente con los planteamientos anteriores. Cabe destacar que para la compra de lotes en esta oportunidad se proyectó un crecimiento de 18,98% a 2026, que para el periodo final crece incluso 19,15%, hasta Gs. 6.915 millones.

Acerca de los aspectos de la parte financiera del flujo, por el lado bursátil se contemplan inicialmente las amortizaciones de series de bonos del programa G2, que finalizan en el año 2026. Por el lado bancario, se saldarían deudas vigentes entre el 2024 y 2025, año en el que también se amortizaría un fideicomiso, contenidos dentro de los pagos financieros comprometidos. Además, se planificó el pago de dividendos a lo largo del flujo.

La necesidad de mantenimiento del flujo requeriría también de nuevos préstamos, con lo que se esperan líneas bancarias. Esto podría ser complementado por una fuente alternativa de fondeo, a partir de la emisión de más series bajo el presente programa para los siguientes años, ya que el monto pendiente a emitir del programa PEG G3 es de Gs. 7.500 millones.

En resumen, el flujo presenta una expectativa centrada en sus operaciones de compra de inmuebles, fraccionamiento y venta de lotes propios y de terceros, en donde la pieza clave sería una estructura y gestión de cobros adecuada, a sabiendas de la naturaleza de los contratos en proceso y de resultados de flujos de caja positivos obtenidos en el 2024, 2026 y 2027, así como el nivel de financiamiento futuro que podría obtener.

Asimismo, se espera que los saldos iniciales compensen los flujos negativos en los demás periodos para la posterior normalización del flujo final acumulado, lo que refleja la importancia de una adecuada gestión operativa de la firma.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

Programa de emisión global (PEG) G3

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

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

Programa de Emisión Global PEG G3: Monto autorizado Gs. 12.000.000.000.-
Registro SIV N° 143_11082023 y BVA N° 2.772/23

Fecha	Serie	Emitido Gs.	Colocado Gs.	Vencido Gs.	Tasa anual	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente Gs.
07-nov-23	1	1.500.000.000	1.500.000.000	0	11,00%	06-nov-26	3,0	1.500.000.000
07-nov-23	2	1.500.000.000	1.500.000.000	0	12,00%	05-nov-27	4,0	1.500.000.000
07-nov-23	3	1.500.000.000	1.500.000.000	0	12,25%	03-nov-28	5,0	1.500.000.000
		4.500.000.000	4.500.000.000	0				4.500.000.000

Las series emitidas bajo el programa PEG G3 hasta la fecha contemplo 3 series, de Gs. 1.500 millones cada una, con plazos de vencimiento en noviembre de los años 2026, 2027 y 2028, alcanzando un total de Gs. 4.500 millones.

Este Programa de Emisión, junto con las emisiones vigentes y la deuda financiera total, fueron considerados para evaluar la capacidad de endeudamiento y la solvencia de EMSA Inmobiliaria S.A., de acuerdo con la situación financiera actual de la empresa y con el Flujo de Caja Proyectado.

De esta forma, se ha evaluado el impacto de estas emisiones de bonos, sobre los principales indicadores de Liquidez, Solvencia y Rentabilidad, a fin de determinar la importancia relativa del endeudamiento de la empresa, sobre la generación de utilidades y la sostenibilidad del negocio.

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

ANTECEDENTES DE EMISIONES ANTERIORES

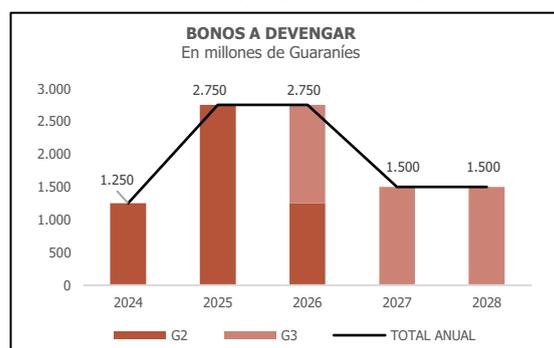
EMSA Inmobiliaria se encuentra inscripto como emisor ante la Comisión Nacional de Valores (CNV) por resolución N° 36E/13 de fecha 25/07/2.013 y ante la Bolsa de Valores de Asunción (BVA) por resolución BVPASA N° 1.184/13 de fecha 07/08/2.013. Cuenta con antecedentes de emisiones anteriores, siendo estos los programas de emisión general PEG G1 y G2 realizados en guaraníes y colocados a través del Sistema Electrónico de Negociación (SEN).

El G1 fue emitido en el año 2.014 por un total de Gs. 3.800 millones, cuyo propósito fue la compra de inmuebles a fin de someterlos a loteamientos y desarrollo inmobiliario. Este programa ha sido amortizado en su totalidad en tiempo y forma. Luego de un año posterior a la amortización del G1, han vuelto a emitir bajo la denominación G2, por un total de Gs. 6.500 millones.

El programa se encuentra vigente a la fecha y el destino de los fondos se direcciona entre 70% y 80% a la reestructuración de pasivos y entre 20% y 30% está dedicado hacia capital operativo, en forma de compra de inmuebles e inversiones vinculadas al giro del negocio (propósito similar al G3).

Fue emitido en cinco series en el año 2.023, las dos primeras por Gs. 1.250 millones, la tercera por Gs. 1.500 millones y la cuarta y quinta también por Gs. 1.250 millones. Como hechos a destacar posteriores al corte, en primer lugar ya se amortizó la primera serie del G2, y el vencimiento de la última serie se dará en el año 2.026. Referente al reciente programa emitido, el PEG G3, han emitido tres series de bonos por Gs. 4.500 millones, y ya se han abonado en tiempo y forma las primeras dos tandas de intereses correspondientes a la primera serie.

Programa	Año de Emisión	Monto Emitido y colocado	Pagado	Saldo Vigente
PEG G1	2.014	3.800.000.000	3.800.000.000	0
PEG G2	2.021	6.500.000.000	1.250.000.000	5.250.000.000
PEG G3	2.023	4.500.000.000	0	4.500.000.000
TOTAL DEUDA		14.800.000.000	5.050.000.000	9.750.000.000



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

BALANCE GENERAL	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	Var%
ACTIVO	33.393	39.589	47.631	56.320	63.872	13,41%
Activo Corriente	19.344	25.785	27.215	36.619	34.806	-4,95%
Disponibilidades	947	2.419	1.565	1.640	2.961	80,55%
Inversiones temporales	63	4	4	5	5	0,00%
Créditos Netos CP	1.468	2.993	2.465	3.103	3.157	1,74%
Inventario	16.288	19.906	21.817	28.259	25.989	-8,03%
Otros activos corrientes	578	463	1.364	3.612	2.694	-25,42%
Activo no corriente	14.049	13.804	20.416	19.701	29.066	47,54%
Bienes de uso	4.164	4.261	4.475	5.533	5.765	4,19%
Inventario LP	9.858	9.184	14.444	13.457	21.182	57,41%
Otros activos no corrientes	27	359	1.497	711	2.119	198,03%
PASIVO	16.627	18.488	24.007	28.449	28.522	0,26%
Pasivo corriente	11.102	15.121	14.328	17.651	12.957	-26,59%
Deuda comercial	2.877	5.064	6.251	7.837	5.086	-35,10%
Deuda bancaria	4.187	7.772	4.110	5.041	3.868	-23,27%
Deuda bursátil	1.556	0	662	1.414	0	-100,00%
Otras deudas	2.482	2.285	3.305	3.359	4.003	19,17%
Pasivo no corriente	5.525	3.367	9.679	10.798	15.565	44,15%
Deuda bancaria LP	2.942	1.290	0	2.674	1.182	-55,80%
Deuda bursátil LP	0	0	8.106	7.190	13.969	94,28%
Deuda con terceros LP	0	0	100	0	0	n/a
Otras deudas LP	2.583	2.077	1.473	934	414	-55,67%
PATRIMONIO NETO	16.766	21.100	23.626	27.872	35.350	26,83%
Capital	6.000	13.000	15.500	18.000	21.500	19,44%
Reservas	2.074	2.376	3.007	3.350	3.965	18,36%
Resultados Acumulados	4.519	0	0	0	0	n/a
Resultado del Ejercicio	4.173	5.724	5.119	6.522	9.885	51,56%
ESTADO DE RESULTADOS	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	Var%
Ventas	15.862	19.763	21.112	22.428	25.946	15,69%
Costos	-1.745	-1.895	-2.823	-3.769	-4.110	9,05%
Utilidad bruta	14.117	17.868	18.289	18.659	21.836	17,03%
Gastos de Ventas	-2.924	-3.409	-4.359	-3.552	-2.999	-15,57%
Gastos Administrativos	-2.969	-2.935	-5.777	-6.501	-8.794	35,27%
Utilidad operacional (EBITDA)	8.224	11.524	8.153	8.606	10.043	16,70%
Depreciaciones y amortizaciones	-289	-395	-443	-590	-716	21,36%
Utilidad operacional neta (EBIT)	7.935	11.129	7.710	8.016	9.327	16,35%
Gastos financieros	-92	-407	-230	-456	-631	38,38%
Utilidad ordinaria	7.843	10.722	7.480	7.560	8.696	15,03%
Resultados no operativos	-3.669	-4.202	-1.581	-40	2.555	-6487,50%
Utilidad antes de impuestos	4.174	6.520	5.899	7.520	11.251	49,61%
Impuesto a la renta	0	-796	-779	-998	-1.366	36,87%
Utilidad del ejercicio	4.174	5.724	5.120	6.522	9.885	51,56%

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

INDICADOR	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	Var%
CARTERA Y MOROSIDAD						
Cartera Bruta	1.553	3.078	2.550	3.188	3.473	8,94%
Cartera Vencida (Judicial)	341	341	341	341	404	18,48%
Previsión de Cartera (Judicial)	85	85	85	85	316	271,76%
Cobertura de provisiones (Judicial)	24,93%	24,93%	24,93%	24,93%	78,22%	213,79%
Morosidad (Judicial)	21,96%	11,08%	13,37%	10,70%	11,63%	8,75%
Morosidad (Judicial) respecto al patrimonio	2,03%	1,62%	1,44%	1,22%	1,14%	-6,59%
Cartera/Activo	4,40%	7,56%	5,18%	5,51%	4,94%	-10,29%
Ventas/Cartera	10,81	6,60	8,56	7,23	8,22	13,71%
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	1,74	1,71	1,90	2,07	2,69	29,48%
Prueba Ácida	0,28	0,39	0,38	0,47	0,68	43,67%
Ratio de Efectividad	9,10%	16,02%	10,95%	9,32%	22,89%	145,62%
Índice de capital de trabajo	24,68%	26,94%	27,06%	33,68%	34,21%	1,57%
Dependencia de Inventario	52,95%	48,75%	47,18%	45,66%	26,30%	-42,41%
Deuda Financiera/Activo	26,01%	22,89%	27,25%	28,98%	29,78%	2,77%
GESTIÓN						
Rotación de cartera	7,64	8,54	7,50	7,82	7,79	-0,34%
Rotación de Inventario	0,11	0,10	0,14	0,15	0,15	0,66%
Periodo Promedio de Cobro	48	43	49	47	47	0,35%
Periodo Promedio de Pago	594	962	797	749	445	-40,49%
Ciclo operacional	3.347	3.528	2.746	2.471	2.456	-0,64%
Apalancamiento Operativo	1,78	1,61	2,37	2,33	2,34	0,58%
Ventas/Activo	47,50%	49,92%	44,32%	39,82%	40,62%	2,01%
ENDEUDAMIENTO						
Solvencia	50,21%	53,30%	49,60%	49,49%	55,35%	11,83%
Endeudamiento	49,79%	46,70%	50,40%	50,51%	44,65%	-11,60%
Cobertura de las Obligaciones	74,08%	76,21%	56,90%	48,76%	77,51%	58,97%
Apalancamiento	0,99	0,88	1,02	1,02	0,81	-20,95%
Apalancamiento financiero	3,79	3,20	2,63	2,15	1,50	-30,46%
Cobertura de Gastos Financieros	89,39	28,31	35,45	18,87	15,92	-15,67%
Deuda/EBITDA	2,02	1,60	2,94	3,31	2,84	-14,09%
Deuda/Ventas	1,05	0,94	1,14	1,27	1,10	-13,34%
RENTABILIDAD						
ROA	12,50%	14,46%	10,75%	11,58%	15,48%	33,64%
ROE	33,15%	37,23%	27,67%	30,55%	38,82%	27,07%
Margen Bruto	89,00%	90,41%	86,63%	83,20%	84,16%	1,16%
Margen Neto	26,31%	28,96%	24,25%	29,08%	38,10%	31,01%
Margen Operacional	51,85%	58,31%	38,62%	38,37%	38,71%	0,87%
Eficiencia Operativa	58,26%	64,50%	44,58%	46,12%	45,99%	-0,28%
Costo de Mercaderías/Ventas	11,00%	9,59%	13,37%	16,80%	15,84%	-5,74%
Costo Operativo/Ventas	37,15%	32,10%	48,01%	44,82%	45,45%	1,40%
Costo Operacional/Utilidad Bruta	41,74%	35,50%	55,42%	53,88%	54,01%	0,24%
Gastos Admin./Utilidad Bruta	21,03%	16,43%	31,59%	34,84%	40,27%	15,59%

ANEXO

NOTA: El informe fue preparado con base en los estados contables anuales desde diciembre del 2019 al 2023, así como el flujo de caja proyectado actualizado por la compañía para los siguientes años. Estas informaciones han permitido el análisis de la trayectoria de los indicadores cuantitativos, sumado a la evaluación de los antecedentes e informaciones complementarias relacionadas a la gestión de la firma, las cuales han sido consideradas como representativas y suficientes dentro del proceso de calificación.

La calificación del Programa de Emisión Global G3 de EMSA Inmobiliaria S.A. se ha sometido al proceso de calificación en cumplimiento a los requisitos del marco normativo, y en virtud de lo que establece la Ley N.º 3.899/09 y de la Resolución CNV CG N° 35/23 de la Comisión Nacional 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 2019 al 2023.
2. Composición y plazos de vencimiento de la cartera de créditos.
3. Política comercial y esquema de financiamiento a clientes.
4. Políticas y procedimientos de créditos y cobranzas.
5. Detalles de composición y evolución de inventarios.
6. Estructura de financiamiento, detalles de sus pasivos.
7. Composición y participación accionaria de la emisora, vinculación con otras empresas.
8. Composición de Directorio y análisis de la propiedad.
9. Antecedentes de la empresa e informaciones generales de las operaciones.
10. Flujo de caja proyectado, con sus respectivos escenarios y supuestos.
11. Prospectos del Programa de Emisión Global G3 y complementarios de las series emitidas.

LOS PROCEDIMIENTOS SE REFIEREN AL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

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

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

Fecha de calificación: 17 de Junio de 2024

Fecha de Publicación: 18 de Junio de 2024

Corte de Calificación: 31 de Diciembre de 2023

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 G3	pyA-	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.º 35/23 de la Comisión Nacional 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 S.A. 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 2023 por la firma CASCO & ASOCIADOS (Russell Bedford Paraguay).

Más información sobre esta calificación en:

www.syr.com.py

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