

# GRUPO VÁZQUEZ S.A.E.

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: G3

MONTO MÁXIMO: Gs. 105.000.000.000.-

CERTIFICADO SIV N°: 019\_07022024

<b>CALIFICACIÓN</b>	<b>JUN-2023</b>	<b>DIC-2023</b>
<b>CATEGORÍA</b>	<b>pyA-</b>	<b>pyA-</b>
<b>TENDENCIA</b>	<b>ESTABLE</b>	<b>ESTABLE</b>

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

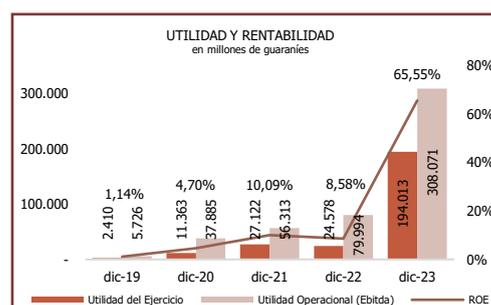
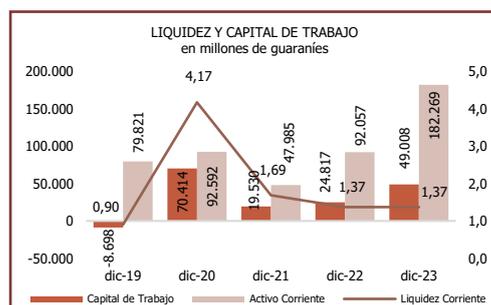
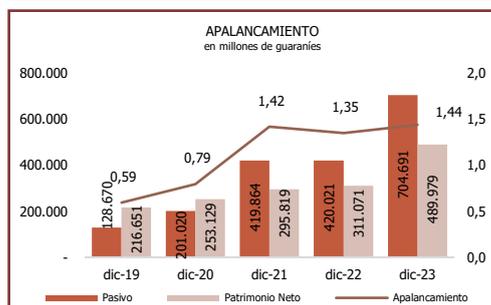
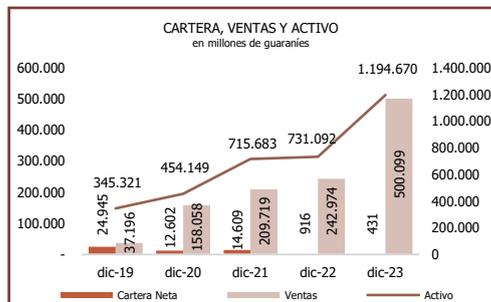
## FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

Solventa&Riskmétrica mantiene la calificación de **pyA-** con tendencia **Estable** para el Programa de Emisión Global **PEG G3** de **GRUPO VÁZQUEZ S.A.E.** con fecha de corte al 31 de Diciembre de 2023, fundamentada en el importante crecimiento de sus operaciones de inversión y posicionamiento en activos estratégicos, en línea con su modelo de negocios, y con efecto favorable sobre los niveles de ventas y rentabilidad, sumado a los adecuados niveles de solvencia patrimonial. En contrapartida, la calificación incorpora el mayor endeudamiento relativo individual y consolidado por el aumento del soporte financiero a sus asociadas y de los planes de adquisición, con una elevada concentración en subsidiarias, además de la baja generación de recursos líquidos respecto a los pasivos corrientes.

En el 2023, los activos de la empresa crecieron significativamente en 63,41%, hasta Gs. 1.194.670 millones en Dic23, derivados principalmente de las mayores inversiones en asociadas y las inversiones temporales en el sistema financiero y entidades relacionadas, representando el 89,34% del activo total y reflejando una mayor participación en Ueno Holding S.A.E.C.A., Ueno Bank S.A., ITTI S.A.E.C.A. y en la empresa U Holding S.a.r.l., constituida en Luxemburgo. Asimismo, el inventario aumentó 9,86%, hasta Gs. 87.298 millones en Dic23, compuestos por inmuebles, rodados, productos forestales y ganado, así como de bienes de uso y otros activos en menor medida. Esto estuvo acompañado de un importante incremento de las ventas en 105,82%, desde Gs. 242.974 millones en Dic22 a Gs. 500.099 millones en Dic23, debido a los ingresos contemplados por valuación de inversiones principalmente en el exterior, favoreciendo el aumento del indicador de productividad respecto a los activos, de 33,23% en Dic22 a 41,86% en Dic23.

El crecimiento de los activos fue acompañado por un mayor endeudamiento, principalmente por deudas bancarias con garantía fiduciaria de largo plazo, seguido de bursátiles, comerciales y compromisos con inversionistas privados. El pasivo total aumentó 67,78% hasta Gs. 704.691 millones en Dic23, mientras que el patrimonio neto se incrementó en 57,51% hasta Gs. 489.979 millones, lo que derivó en un aumento del endeudamiento desde 1,35 en Dic22 a 1,44 en Dic23, siendo aún razonable con relación con la estructura financiera y modelo de negocios, mientras que el ratio de Deuda/Ebitda bajó de 5,25 en Dic22 a 2,29 en Dic23, así como el indicador de apalancamiento financiero a 2,95, ubicándose en adecuados niveles para el tipo de negocio.

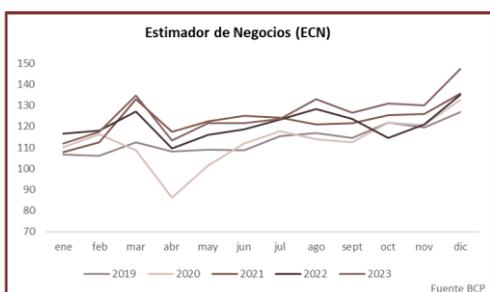
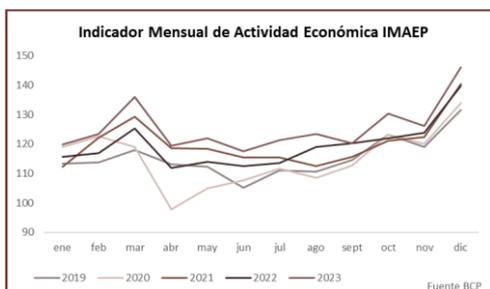
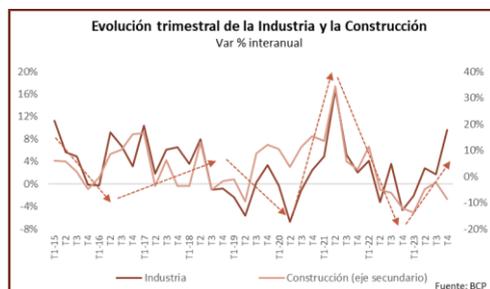
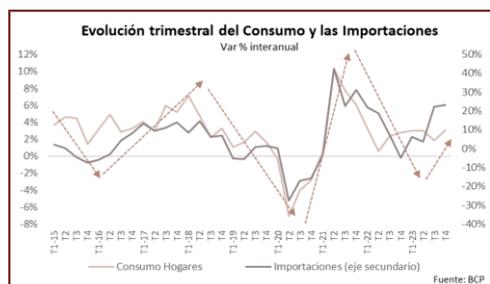
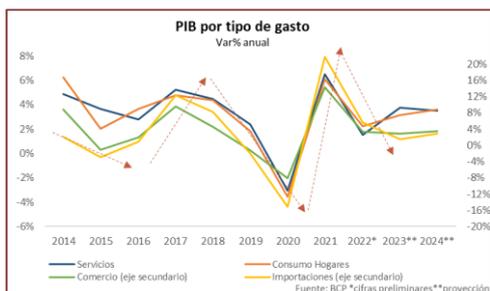
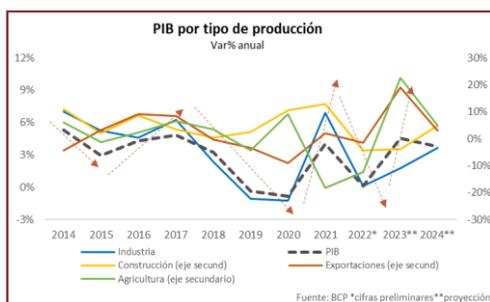
En cuanto a la posición de liquidez, el indicador de liquidez corriente se mantuvo en 1,37 en Dic23, igual que en Dic22, mientras que los ratios de prueba ácida y efectividad aumentaron hasta 0,71 y 19,33%, respectivamente en Dic23, debido a las mayores inversiones temporales en instrumentos financieros de asociadas, siendo niveles relativamente razonables para el tipo de negocio, volumen de las operaciones y el pasivos de corto plazo.



Los mayores ingresos por valuación contribuyeron al aumento de las ventas y a la mejora en los márgenes y generación de resultados operativos en Dic23, con lo cual la utilidad operacional creció significativamente 285,12%, hasta Gs. 308.071 millones, aún con el aumento de 70,72% los gastos operativos, hasta Gs. 33.874 millones en Dic23. La utilidad neta creció en 689,38% hasta Gs. 194.013 millones en Dic23, mejorando el ratio de rentabilidad ROE desde 8,58% en Dic22 a 65,55% en Dic23.

TENDENCIA	FORTALEZAS	RIESGOS
La tendencia ESTABLE refleja las razonables expectativas sobre la situación general del Grupo Vázquez SAE, considerando las mayores inversiones en empresas asociadas y ventas, favoreciendo los márgenes de utilidad y rentabilidad, aunque con un mayor apalancamiento y baja generación de recursos de caja.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Adecuada solvencia patrimonial con aumento del capital social y las reservas.</li> <li>Elevada cobertura de obligaciones y de los gastos financieros.</li> <li>Aumento de los ingresos por ventas y de los márgenes de utilidad.</li> <li>Aumento del portafolio de inversiones e importantes unidades de negocio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Alto nivel relativo de endeudamiento.</li> <li>Bajo nivel comparativo de liquidez con el aumento de sus obligaciones de corto plazo y aumento de dependencia de inventario.</li> <li>Concentración de activos y ventas con empresas asociadas, como parte de su modelo de negocio.</li> </ul>

## ECONOMÍA E INDUSTRIA



La economía del país se ha comportado de manera muy variable durante los últimos 10 años. El periodo 2013-2015 fue de un ciclo económico descendente, seguido por otro con una tendencia positiva en el periodo 2016-2017. Sin embargo, en el periodo 2018-2020, la economía ha experimentado una marcada desaceleración, reflejada en una tendencia negativa que se agudizó en el año 2020 por la pandemia del COVID-19, con registro de bajas tasas históricas de crecimiento en todos los sectores de la economía.

En el 2020, los sectores de las exportaciones y de la industria han registrado mínimos de -9,0% y -1,3%, respectivamente, lo que ha influido en la disminución del PIB a un mínimo histórico de -0,8%. Como excepción, la agricultura y el sector de la construcción tuvieron comportamientos positivos, alcanzando altas tasas de crecimiento de 9,0% y 10,5%, respectivamente. La contracción del periodo 2018-2020, ha generado también una reducción de los sectores que gastan en la economía. Los sectores del PIB por tipo de gasto han registrado tasas negativas mínimas en el 2020 de -3,6% en Consumo, 4,7% en la Formación Bruta de Capital y -15,2% en Importaciones.

Sin embargo, en el 2021 la economía ha registrado una importante recuperación, luego de la recesión económica del año 2019 y la pandemia del COVID-19 del año 2020. Los sectores del comercio, servicio, importaciones y construcción alcanzaron tasas históricas de crecimiento altas en el 2021 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 en el 2021, 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 del año 2021, 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 reflejan 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 de la economía en el 2022 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.

En este contexto económico de fluctuaciones cíclicas, sumado a los efectos de la pandemia del Covid-19, este comportamiento se ha visto reflejado en el Indicador Mensual de Actividad Económica del Paraguay (IMAEP) el cual ha registrado un incremento en el 2022 respecto a años anteriores, debido al repunte de la actividad desde Jul22, lo que ha reflejado una importante recuperación de la percepción económica.

Con respecto al 2023, el IMAEP ha registrado un promedio de 125 en el periodo, superior al promedio de 120 registrado en el 2022. Asimismo, hasta el primer semestre del 2023 la economía se ha mantenido dinámica con el repunte de la actividad, con una inflación acumulada del 3,7%, por debajo del 8,1% registrado en diciembre del 2022.

En cuanto al índice de Estimador de Cifras De Negocios (ECN) durante el 2023 ha evidenciado un promedio de 126, superior a su histórico, coincidente con la recuperación económica dada desde el tercer trimestre del 2022. En tal sentido, dicho indicador ha alcanzado su punto más alto en Mar23 y en Dic23, con un índice de 135 y 147 respectivamente, siendo superior a Dic22, pero mayor al primer semestre de los años anteriores, debido a los efectos negativos del Covid-19.

## PERFIL DE NEGOCIOS

### ACTIVIDAD COMERCIAL Y POSICIONAMIENTO

Enfoque de negocios orientado principalmente hacia sus actividades de inversión, con un importante portafolio de empresas asociadas, principalmente en los sectores financiero y de tecnología

Grupo Vázquez S.A.E. es un holding segmentado hacia diferentes sectores económicos, a través de participaciones accionarias y soportes financieros a diferentes entidades asociadas, con operaciones focalizadas principalmente en los rubros financiero y de tecnología, seguido de otros como comercial, gastronómico y agroganadero, con un importante inventario de inmuebles y rodados, productos forestales y ganado. A más de siete décadas del inicio de sus operaciones, ha agrupado un portafolio de inversiones de más de 20 empresas, que han sido adquiridas y constituidas en el marco de su estrategia de crecimiento y diversificación continua, principalmente desde 2020, con el cambio de denominación social de FMVV al actual, y las estratégicas fusiones por absorción de empresas de diferentes rubros.



Al respecto, la empresa cuenta con cuatro unidades de negocios, subdivididas en las divisiones de inversiones, agrícola-ganadera, alimentos y entretenimiento.

Su principal actividad se centra en la división de inversiones, con un importante portafolio, que se ha incrementado significativamente en 86,83%, desde Gs. 482.743 millones en Dic22 hasta Gs. 901.931 millones en Dic23, tanto en empresas locales como en una empresa del exterior. En esta línea, el 78,6% de los recursos designados en la división de inversiones se concentran en inversiones financieras, mientras que el 21,4% en recursos financieros invertidos se focalizan en inmuebles y tecnologías.

A diciembre 2023, ha incrementado su paquete de inversiones, principalmente en las empresas vinculadas; Ueno Holding S.A.E.C.A., U Holding S.a.r.l. en el

exterior, Ueno Bank S.A., ITTI S.A.E.C.A. y Ueno Seguros S.A., los cuales, en términos de valuación patrimonial, principalmente de U Holding S.a.r.l., constituido recientemente en 2023 en el exterior, han alcanzado Gs. 901.157 millones y representan el 75,43% de sus activos.

La empresa Ueno Holding S.A.E.C.A. es una sociedad centralizadora de servicios corporativos que presta dichos servicios a otras empresas que componen el Grupo. Las inversiones en términos de valuación proporcional patrimonial ha se incrementado en 55,04%, desde Gs. 201.529 millones en Dic22 a Gs. 312.449 millones en Dic23, representado por el 34,64% del total de inversiones.

Durante el año 2023 Grupo Vazquez realizó una adecuación en su división de inversiones, diferenciando el mundo de tecnología, con ITTI y sus subsidiarias. Por otro lado, en el mundo de las inversiones financieras se ha creado U Holdings S.a.r.l., con sede en Luxemburgo, esta sociedad cuenta con un capital social de USD 300millones. Al cierre del 2023, contaba con un capital integrado de USD 40Millones, mientras que a lo que va del año 2024 el capital se ha incrementado adicionalmente USD 140Millones, totalizando USD 180Millones hasta la fecha. Estas integraciones continuaran realizándose a lo largo del 2024. De esta forma Grupo Vazquez consolida sus planes de expansión sostenidos a lo largo de los últimos años. Al cierre de Dic23, las inversiones en la empresa han alcanzado un valor contable de Gs. 23.658 millones, mientras que con la valorización a precio ponderado (VPP) alcanzó un importe de Gs. 218.653 millones, equivalente al 24,24% de las inversiones, contribuyendo de manera significativa con Gs. 194.995 millones dentro de los ingresos operativos en Dic23.

En lo que respecta a Ueno Bank es una entidad financiera, enfocada en la intermediación financiera a través de operaciones basada en el modelo de Branchless Banking. Con lo cual, en el 2023, se ha constituido en el primer banco digital del país, promoviendo la bancarización. Adicionalmente, el volumen de inversiones de la subsidiaria ascendió 5,94%, desde Gs. 193.965 millones hasta Gs. 192.116 millones en términos de valuación proporcional patrimonial, equivalente al 21,30% de las inversiones. Posteriormente al cierre del ejercicio, Grupo Vázquez ha comunicado capitalizaciones adicionales en Ueno Bank, lo que incrementa su participación. Asimismo, ha comunicado la compra de acciones de Visión Banco S.A.E.C.A. dentro del proceso de fusión en curso por Gs. 105.000 millones, correspondiente a los bonos del PEG G3.

En cuanto a ITTI S.A.E.C.A. es una empresa experta en soluciones tecnológicas desarrolladas para negocios y actividades financieras, para ello ofrece soluciones en Hardware, Software y Servicios como: Bankitti, NCR, Avigilon, Orcacle, PaperCut, Duplo, Corsight, Finera, Precodaya, Signaturit, entre otros más. La diversidad y especialización de su oferta permite a ITTI adaptarse a las necesidades específicas de cada cliente, proporcionando soluciones tecnológicas que mejoran la eficiencia, seguridad y competitividad de los negocios en el ámbito financiero y más allá. Con su enfoque en la innovación y el servicio al cliente, se posiciona como un socio estratégico clave para empresas que buscan mantenerse a la vanguardia en un entorno tecnológico en constante evolución. Las inversiones dentro de la estructura patrimonial se incrementaron 46,35%, desde Gs. 80.858 millones en Dic22 hasta Gs. 117.938 millones en Dic23, equivalente al 13,08% de las inversiones.

Asimismo, en 2023, la empresa adquirió acciones por Gs. 60.000 millones de la empresa Ueno Seguros S.A., con lo cual alcanzó una participación del 6,65% de las inversiones. Adicionalmente, los paquetes accionarios correspondientes a M S.A., Grupo Hendy S.A., bajo las marcas de "Pagopar" y "Hendyla", así como la unidad Red UTS, fueron vendidas por Grupo

Vázquez y adquiridas por ITTI. A su vez, bajo el ecosistema de la marca "Ueno", se ha evidenciado la apertura de Ueno Casa de Bolsa S.A., para la intermediación de títulos y valores en el mercado bursátil. Asimismo, el grupo económico ha diversificado su paquete de inversiones con la adquisición de la plataforma de movilidad, MUV, y de la plataforma online para avalúos inmobiliarios, Place Analyzer. Del mismo modo, se han concretado inversiones en Conto, una plataforma centrada en la gestión de trámites tributarios de personas físicas, y en Más Money, una plataforma online, especializada en servicios de educación financiera mediante aprendizaje, asesoramientos y planificación en materia de finanzas e inversiones, con más de 3.200 usuarios al cierre del 2023.

La segunda unidad de negocios más importante, según sus volúmenes de operaciones, es la división agroganadera y forestal. Esta se encuentra conformada principalmente por la Estancia Don Miguel, unidad dedicada a la cría y engorde de ganado, en una extensión de 16.000 hectáreas de campos de pasturas y montes en Puerto Pinasco, con una capacidad máxima de 8.000 cabezas de ganado. En Dic23, contaba con un hato ganadero de 2.407 cabezas de ganado, suma correspondiente a los establecimientos de Don Miguel y Costa Flor, además de un hato ovino con 102 cabezas de ganado, y un hato equino, conformado por 78 cabezas de ganado. Durante el año 2023 los planes de inversión en compra de hacienda de vieron postergados estratégicamente para no exponerse a los anuncios climatológicos del fenómeno de la niña. El año 2023 fue un año muy difícil para la producción ganadera en Py por las extremas sequías, situación que fue paliada en cuanto a ingresos y capacidad productiva, mediante la prestación de servicios de pastaje a terceros sin correr riesgos con animales propios. Actualmente el objetivo es la compra de dichos animales en pastaje como animales propios, lo cual va a representar ahorros muy grandes en costos logísticos de fletes y de esa forma recomponer el stock propio.

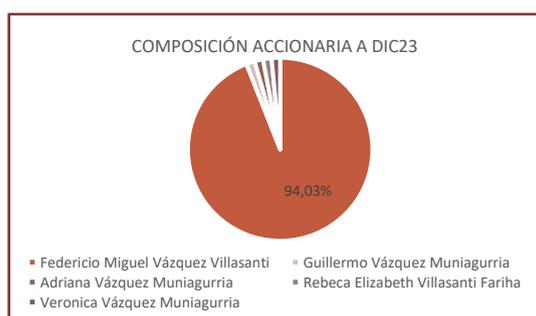
Cabe destacar que, si bien la ganadera redujo la cantidad de animales propios, no redujo su capacidad productiva finalmente Cabe indicar que, como parte de su plan estratégico y comerciales establecidas con las relacionadas iOiO S.A.E.C.A., y Vinanzas S.A., los inmuebles de la Estancia fueron transferidos a un fideicomiso de garantía, con una línea de crédito de hasta USD 17.000.000.

El área forestal se concentra en el Costa Flor, establecimiento focalizado en la producción forestal y la ganadería, en una extensión de 620 hectáreas, con capacidad máxima de 600 cabezas de ganados, y un promedio de extracción anual aproximado entre 12.000 a 15.000 Ton. de maderas, en la localidad de Itacurubí del Rosario. Al cierre de Dic23 cuenta con 400 hectáreas de reforestación de clones de eucalipto.

En lo que respecta a la división de entretenimiento, bajo la unidad de negocios Puka, dispone de servicios infantiles en una superficie de 880 m<sup>2</sup>, distribuido entre cinco áreas de diversiones compuesta por una cama elástica, parque infantil, challenge course, y áreas para bebés y adultos, para un total de 250 personas, y un promedio aproximado entre 400 a 500 eventos anuales. En el 2023, fueron habilitadas un sector de entretenimientos just dance y una cancha de fútbol. Por otro lado, mediante Werking dispone de un espacio de trabajo, basado en un modelo de oficinas abierto al público, con la disposición de servicios de cafetería. En el 2023, fueron adquiridas un segundo carrito para distribución del servicio de delivery, así como mochilas terminas, y maquinarias de café, a fin de promover las ventas corporativas.

## ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Administración centrada en la plana directiva, bajo el liderazgo y control de su principal accionista, con una activa participación en el direccionamiento y en las acciones estratégicas de la empresa, acompañado de adecuadas prácticas de gobierno corporativo



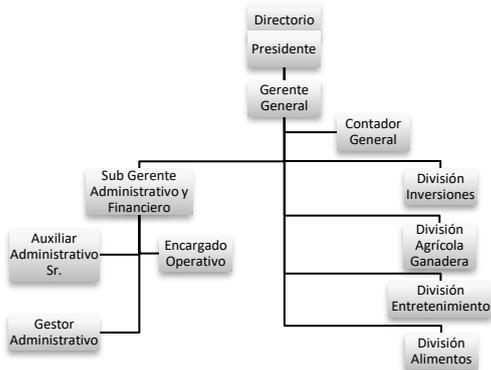
La máxima autoridad de la entidad conforme a sus estatutos sociales constituye la Asamblea General de Accionistas. Al corte de la calificación, el paquete accionario se encuentra invariable, conformado por 2.653 acciones ordinarias, y distribuidas entre acciones ordinarias de votos múltiples y simples, con valor nominal de Gs. 100 millones. Del mismo modo, el capital integrado ha permanecido igual a Gs. 265.300 millones.

La propiedad del Grupo se concentra con el 94,03% de los derechos a votos en su accionista mayoritario, el Sr. Federico Miguel Vázquez Villasanti, quien a su vez desde el 2014, ocupa el cargo de presidente, y mantiene una activa participación e involucramiento en la gestión operativa de las demás empresas asociadas.

DIRECTORIO	
Presidente	Federico Miguel Vázquez Villasanti
Vicepresidente	Víctor Hugo Vázquez
Director Titular	Juan Manuel Gustale Cardoni
Director Titular	Bernardo José Algorta Rey
Director Titular	Laura Vargas de Vázquez
Directora Suplente	Gladys Lía Muniagurria de Vázquez
Directora Suplente	Adriana Vázquez Muniagurria
Directora Suplente	Ruth Stael Ramírez Lezcano

En 2023, la sociedad conforme a sus prácticas de dividendos ha procedido con la distribución de utilidades del ejercicio 2022. El 70% fue destinado a la constitución de reservas facultativas y el 30% distribuidas, según Acta de Asamblea Ordinaria N°18 en fecha 20/04/2023.

La administración recae sobre la plana directiva, integrada por miembros con larga trayectoria en el sector financiero y formación académica en finanzas, transformación digital, innovación en servicios financieros, administración de empresas, marketing, regulación financiera y entre otros.



La composición del directorio ha sufrido cambios, posterior al cierre del ejercicio 2023. A la fecha de la calificación, fueron incorporadas como Directoras Suplentes, la Sra. Adriana Vázquez Muniagurria y la Sra. Ruth Ramírez, quien a su vez desempeña funciones como Gerente Administrativo Financiero del Grupo.

Adicionalmente, los miembros del directorio cuentan con responsabilidades y funciones tanto en el directorio como en la plana ejecutiva en empresas asociadas, en los cargos de; presidente, vicepresidente, director honorario, titular o suplente, y sindico titular o suplente, dentro de Ueno Bank S.A., Ueno Holding S.A.E.C.A., ITTI S.A.E.C.A., Ueno Seguros S.A., Ueno Casa de Bolsa, DL S.A., Red Digital de Procesamientos S.A., iOiO S.A.EC.A., y Aime S.A.

En lo que respecta a la plana ejecutiva, esta se encuentra direccionada por el Gerente General, a quien responde de forma inmediata el contador general, el subgerente administrativo y financiero, y las cuatro divisiones de negocios del Grupo, con un total de 67 empleados administrativos, de los cuales el 61,2% son hombres y el 38,8% son mujeres, complementando un total de 1.470 colaboradores.

La estructura organizacional se encuentra alineado con la naturaleza del negocio. Al respecto, la división de inversiones concentra una elevada proporción de la actividad comercial de la sociedad.

En términos de gobierno corporativo, dispone de un Manual de Código de Ética, y Conducta, así como de un Código de Buen gobierno Corporativo y un directorio complementado con profesionales con amplia experiencia. Adicionalmente, durante el 2023 la sociedad ha aprobado una Política de Buen Gobierno Corporativo, orientada hacia la identificación y mitigación de los riesgos relacionados a la continuidad del negocio, a través de procedimientos y sistemas de control interno. Esta a su vez se encuentra compuesta por varias políticas enfocados hacia la gestión de la entidad en las áreas de talento humano, desarrollo sostenible, administración de conflicto de intereses, sistemas de control interno, gestión de riesgos, tecnología de la información, entre otros.

## GESTIÓN OPERATIVA DEL NEGOCIO

**Sistema de gestión operativa acorde a sus unidades de negocios, acompañado con un adecuado ambiente tecnológico, control interno y gestión de riesgos, sostenidos en su Política de Gobierno Corporativo**

En términos de gestión operativa del negocio, en la división agroganadera cuenta con una el Sistema Softgan, software especializado en la captación y recopilación de informaciones, asociadas a las necesidades nutricionales de los ganados, datos sobre la recategorización, pesajes, e identificación electrónica de los animales.

En cuanto a la división de entretenimiento ha contemplado el sistema WAVE/FLUX para la automatización de diaria de los procesos administrativos, contables, comerciales y de organización de los eventos previstos. En el 2023, ha incorporado un módulo de stock, orientado al control automático de los inventarios, para la mitigación de los riesgos asociados. Del mismo modo, fue añadido un módulo de contador, enfocado en la obtención de datos sobre el tiempo de atención de los clientes, aplicación de encuestas de satisfacción y la disposición de Menús vía QR.

Adicionalmente, en las relacionadas Puka y Werking ha contemplado sistemas de control y evaluación basadas en planillas de control, arqueos, archivos 100 digitales localizadas en carpetas compartidas, complementado con controles internos de depósitos, pago a proveedores y registro de reclamos y sugerencias.

La mitigación de los riesgos, según su Política de Buen Gobierno Corporativo, se enfoca en los procesos de control interno, dada desde su identificación, análisis y hasta su correspondiente mitigación, a fin de preservar la continuidad del negocio. Adicionalmente, cuenta con un sistema de gestión de riesgos basados en niveles de exposición, y márgenes de tolerancias.

Con relación al ambiente tecnológico, dispone de una Política de Tecnología y de Seguridad de la Información y los sistemas Zendesk y Jira, con alcance aplicativo en todas las divisiones. Los softwares se enfocan en la trazabilidad del flujo de operaciones solicitadas por terceros, mediante la remisión de informes adicionales de los requerimientos proporcionados por las unidades de negocios.

A diciembre de 2023, los servicios de tecnologías fueron brindador por la entidad relacionadas, ITTI S.A.E.CA. En tal sentido, en términos de infraestructura y desarrollo, cuenta el soporte de un equipo estructurado y centrada en; Architecture, Engineering, SRE and Operations y Governance, para garantizar el soporte a las herramientas de monitoreos, con matriz escala, el mantenimiento periódico del Data Center principal y de contingencia, así como de las herramientas ITSM, y de los proyectos de desarrollo del grupo económico. En cuanto a la seguridad informática y confidencialidad dispone de los siguientes softwares y sistemas: Cyber GRC, Logical Access, AppSec y SecOps

En lo que respecta al control interno, el ambiente se concentra en torno a una Política de Control Interno y un Comité de Auditoría, integrado por el Directorio y los Gerentes Generales de las cuatro unidades de negocios. El Comité se focaliza en la supervisión de las actividades operativas realizadas para la prevención y mitigación de los riesgos y la preservación del patrimonio, mediante las áreas de Auditoría Interna, Auditoría Interna de Informativos y de Control Interno.

Así también, cuenta con un Comité Gerencial enfocado a la supervisión, control y cumplimiento de las estrategias dispuestas en el Plan Anual de Auditoría Interna de Procesos, y se encuentra conformado por miembros del Directorio y los Gerentes de cada una de las unidades de negocios.

Los resultados obtenidos de las revisiones realizadas por el equipo de Auditoría en el 2023 contemplan niveles de riesgos entre muy bajo, medio, alto y muy alto. Adicionalmente, ha contemplado un plan corporativo de auditoría y control, centrado en la mitigación de los riesgos de cada una de las divisiones de negocios, relacionados principalmente a los servicios y las inversiones que se encuentran relacionadas entre las unidades del Grupo. En línea, al corte de la calificación la entidad ha reflejado un elevado cumplimiento de su Plan Anual Ordinario, y en las revisiones extraordinarias.

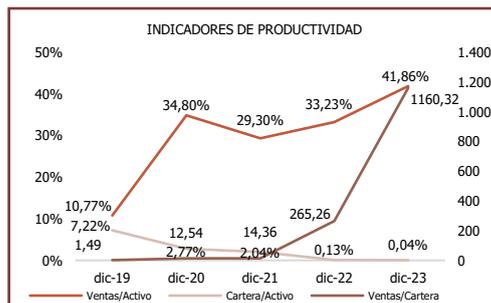
## SITUACIÓN FINANCIERA

### ESTRUCTURA Y CALIDAD DE ACTIVOS

Acentuado crecimiento de los activos derivados del aumento de sus inversiones en entidades vinculadas, la valorización de inversiones en el exterior y recursos financieros, alineado con su modelo de negocios



En 2023, los activos totales aumentaron significativamente en 63,41%, desde Gs. 731.092 millones en Dic22 hasta Gs. 1.194.670 millones en Dic23. Los activos están compuestos principalmente por las inversiones en diferentes empresas y activos en fideicomiso, que aumentaron 67,18%, desde Gs. 625.559 millones en Dic22 a Gs. 1.045.832 millones en Dic23, seguido de las inversiones temporales en instrumentos financieros y de recursos disponibles. En términos de estructura, los activos no corrientes aumentaron 58,43%, de Gs. 639.035 millones en Dic22 a Gs. 1.012.401 millones en Dic23, seguido de los activos corrientes, de Gs. 92.057 millones en Dic22 a Gs. 182.269 millones en Dic23.



La expansión de los activos se ha explicado por el importante aumento de las inversiones en empresas asociadas, contemplando un crecimiento de 86,83%, desde Gs. 482.743 millones en Dic22 hasta Gs. 901.931 millones en Dic23. Grupo Vázquez S.A.E. registró la adquisición de mayores acciones de Ueno Holding S.A.E.C.A., la constitución e importante valoración de las acciones de U Holding S.a.r.l., en 2023, con un patrimonio de USD. 40 millones, seguidos del aumento de las inversiones en Ueno Bank S.A., en ITTI S.A.E.C.A. y la adquisición de acciones de Ueno Seguros S.A., en línea con su plan de negocios. A su vez, la empresa cuenta con activos en fideicomiso por Gs. 142.486 millones en Dic23, que se encuentran garantizando una línea de crédito bancaria de hasta USD 17.000.000. Estos activos en fideicomiso se encuentran integrados por los inmuebles de la Estancia Don Miguel, situados en Puerto Pinasco.

Por su parte, el crecimiento de los activos a corto plazo en 98%, hasta Gs. 182.269 millones en Dic23, fue generado por el importante volumen inversiones en asociadas en el corto plazo, constituidas sobre una porción de las inversiones por Gs. 54.305 millones en acciones de Ueno Holding S.A.E.C.A. y el aumento de las inversiones temporales en 5,69 veces, hasta G. 21.507 millones, concentrada principalmente en instrumentos de renta fija de Ueno Holding, y bonos de Ueno Bank.

Asimismo, cuenta con un inventario conformado principalmente por productos forestales (46,17%), centrados en plantaciones de eucaliptos en proceso de crecimiento, además de un elevado volumen de mercaderías (43,07%), focalizado en inmuebles y rodados, y en activos biológicos (10,76%), compuesto por vacas, equinos y ovinos, correspondientes a la división agroganadera y forestal.

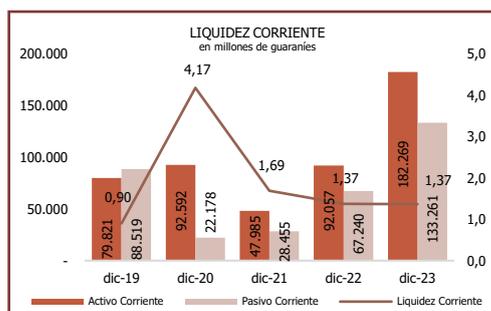
Dado el modelo de negocios centrado en el rubro de inversiones y tecnología, el Grupo cuenta con una baja proporción de bienes de usos. Aun así, estos han incrementado 81,89%, desde Gs. 4.682 millones en Dic22 hasta Gs. 8.516 millones en Dic23. En esa línea, la cartera de créditos, durante el 2023 ha contemplado una continua contracción de los deudores por ventas locales, si bien por otro lado ha adquirido una cartera de créditos de una empresa relacionada por Gs. 72.884 millones, y que ha requerido provisiones por el 100% de la cartera, es decir Gs. 72.884 millones en Dic23.

De esta forma, con la expansión importante de los ingresos producto de la valuación de las inversiones frente los activos totales y la cartera de créditos, el indicador de productividad Ventas/Activo aumentó desde 33,23% en Dic22 hasta 41,86% en Dic23.

### LIQUIDEZ Y FINANCIAMIENTO

Relativo bajo nivel de liquidez, aunque con mayores colocaciones en instrumentos financieros y de proporción de inversiones en acciones en el corto plazo, frente al crecimiento de las obligaciones corrientes

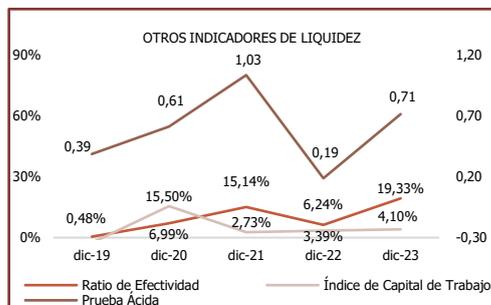
La liquidez corriente se mantuvo estable en 1,37 veces a Dic23, debido al crecimiento proporcional de los activos y pasivos corrientes. Los activos corrientes aumentaron 98% desde Gs. 92.057 millones en Dic22 hasta Gs. 182.269 millones en Dic23,



explicado por el incremento de las inversiones temporales en instrumentos financieros y las inversiones en acciones en empresas relacionadas, acompañado de un aumento de las disponibilidades.

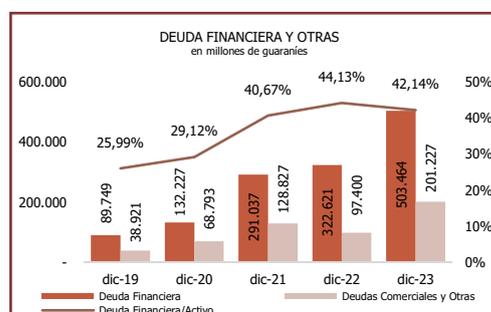
Las inversiones a corto plazo se refieren a acciones de una entidad asociada, mientras que el crecimiento de las inversiones temporales, desde Gs. 3.216 millones en Dic22 hasta G. 21.507 millones en Dic23, estuvo explicado por los recursos invertidos en los IRF y bonos emitidos por entidades asociadas.

En cuanto a la expansión de las disponibilidades en 333,71%, desde Gs. 982 millones en Dic22 hasta Gs. 4.259 millones en Dic23, se ha explicado por principalmente por los recursos financieros depositados en entidades financieras locales.



Por otro lado, los pasivos corrientes crecieron 98,19%, desde Gs. 67.240 millones en Dic22 hasta Gs. 133.261 millones en Dic23, propiciado por mayores financiamientos a través de otros pasivos, derivados principalmente de documentos financieros por Gs. 69.269 millones, y recursos obtenidos mediante una porción corriente de deuda bancaria garantizada con fideicomiso por Gs. 18.626 millones.

Por otro lado, al corte de la calificación los realizables a corto plazo se han concentrado en una elevada proporción de inventarios (47,90%) e inversiones en asociadas a corto plazo (29,79%). De esta forma, la prueba ácida ha aumentado desde 0,19 a 0,71 veces, en el mismo periodo. Con lo cual, aun evidencia una alta dependencia de inventarios del 122,64% en Dic23, muy superior al 78,18% registrado en Dic22.



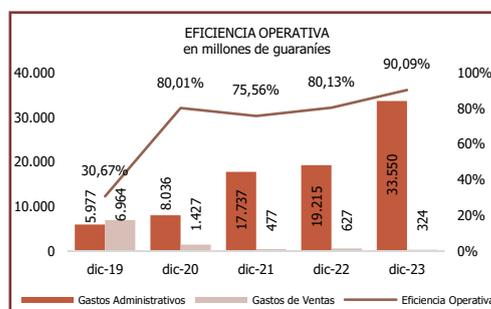
Considerando la fluctuación proporcional del activo corriente y pasivo corriente, el ratio de efectividad que mide la cobertura de los recursos más líquidos sobre las obligaciones a corto plazo ascendió desde 6,24% en Dic22 hasta 19,33% en Dic23, propiciado por las inversiones realizadas en entidades vinculadas a corto plazo. En tanto, el índice de capital de trabajo incrementó desde 3,39% en Dic22 hasta 4,10% en Dic23.

En lo que respecta al financiamiento de las actividades operativas, en el 2023 se ha focalizado en una elevada deuda financiera. Al corte de la calificación, esta subió 56,05%, desde Gs. 322.621 millones en Dic22 hasta Gs. 503.464 millones en Dic23, debido a mayores obligaciones contraídas mediante la línea de créditos, con garantía fiduciaria, constituida con Sudameris Bank, y el aumento de la deuda bursátil con el mercado de capitales mediante la emisión del PEG G2. Sin embargo, el índice Deuda Financiera/Activo se redujo levemente desde 44,13% hasta 42,14%, producto de la importante expansión de los activos totales, generada puntualmente por el aumento de las inversiones en asociadas, alineado con la naturaleza de sus actividades comerciales.

Adicionalmente, el enfoque de negocios se encuentra financiada en menor proporción por deudas comerciales y otras, representado por el 28,56% de los pasivos totales. Estos han incrementado 106,60%, desde Gs. 97.400 millones en Dic22 hasta Gs. 201.227 millones en Dic23, propiciado por obligaciones concentradas en cuentas a pagar a corto plazo, relacionadas a captaciones de recursos obtenidas de Ueno Holding y particulares.

## GESTIÓN Y ESTRUCTURA OPERATIVA

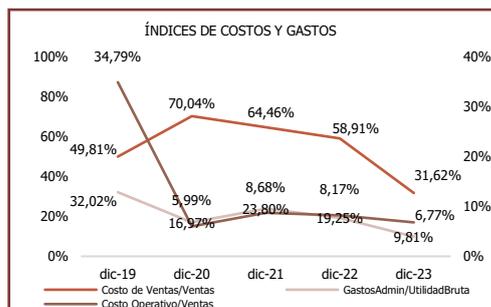
Gestión operativa acorde a la naturaleza del negocio, aunque aún con una elevada dependencia de inventarios



Los gastos operacionales del Grupo se han concentrado en elevados gastos administrativos, representado por el 99,04% de los gastos operacionales, superior a su promedio histórico. En tanto, los gastos de ventas han representado una continua baja participación del 0,96%.

En línea, los gastos operacionales crecieron 70,72%, desde Gs. 19.842 millones en Dic22 hasta Gs. 33.874 millones en Dic23, propiciado por el incremento de los gastos administrativos en 74,60%, de Gs. 19.215 millones hasta Gs. 33.550 millones, derivado de mayores gastos generales, con elevada concentración en gastos de patrocinios. En tanto, los gastos de ventas bajaron 48,33%, desde Gs. 627 millones hasta Gs. 324 millones, por menores erogaciones en concepto de guías y otros gastos de comercialización.

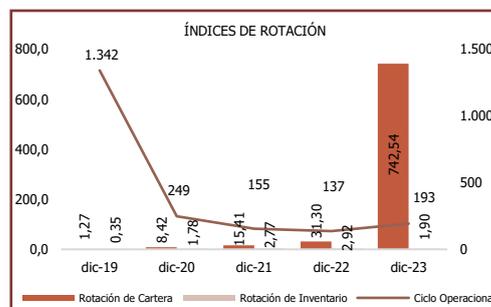
Aun así, la eficiencia operativa ha incrementado desde 80,13% en Dic22 hasta 90,09% en Dic23, superior a su promedio histórico, explicado por la expansión de los ingresos operativos. Con lo cual, se evidencia una adecuada eficacia operativa para su tipo de negocios.



Adicionalmente, el indicador Costo Operativo/Ventas se redujo desde 8,17% en Dic22 hasta 6,77% en Dic23, por debajo de su promedio histórico de los tres últimos años.

Así también, la relación entre el Costo de las Ventas y Ventas disminuyó moderadamente desde 59,91% hasta 31,62%, y la presión de los gastos administrativos respecto a la utilidad bruta bajó desde 19,25% a 9,81%.

En lo que respecta a la gestión operativa del Grupo, la rotación de inventario se redujo desde 2,92 a 1,90 veces, explicado por el incremento de las mercaderías, con elevada concentración en inmuebles, complementado por un estable volumen de productos forestales, y el crecimiento de los costos de ventas en 10,49%, desde Gs.143.138 millones en Dic22 hasta Gs. 158.154 millones en Dic23.

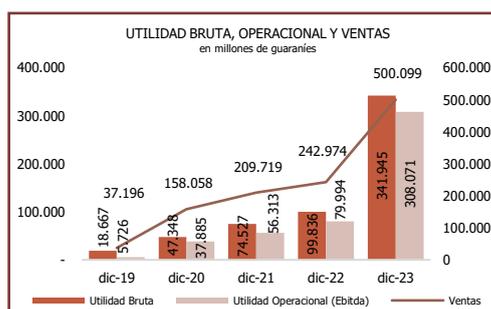


En cuanto a la rotación de cartera subió notablemente desde 31,30 en Dic22 hasta 742,54 veces en Dic23, en consecuencia de la continua reducción de la cartera de créditos, en línea con el enfoque de modelo de negocios, centrado en el segmento de inversiones, reflejada en el aumento notable de las ventas.

De esta forma, al corte de la calificación ha evidenciado un ciclo operacional superior a su promedio histórico de los últimos tres años, desde 137 a 193 días.

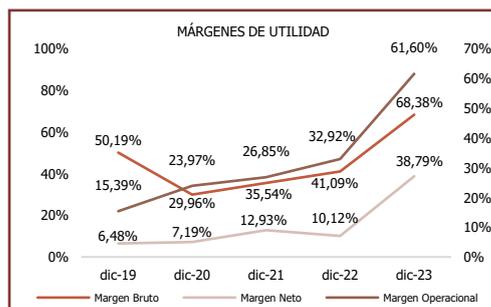
## UTILIDAD Y RENTABILIDAD

Crecimiento relevante de las ventas, favorecidas por la importante valuación de las inversiones, principalmente del exterior, los cuales han contribuido mayormente a los mayores márgenes de utilidad y rentabilidad



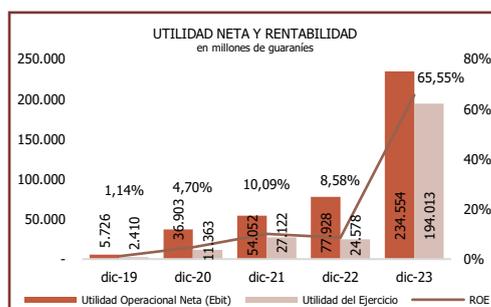
En línea con su enfoque de negocios focalizado en la división de inversiones, las ventas totales se han concentrado en las ganancias derivadas de la valuación de sus inversiones, que han representado el 45,93% de los ingresos totales. Así también, se ha centrado en los ingresos provenientes de las ventas de servicios, con una participación del 18,17%, y en las ventas de acciones, con una participación del 18,01%.

Los ingresos operativos aumentaron notablemente 105,82%, desde Gs. 242.974 millones hasta Gs. 500.099 millones en Dic23, explicado por las ganancias derivadas de la valuación de sus inversiones en las entidades asociadas: U Holding, ITTI, Ueno Bank y Ueno Holding, por Gs. 229.672 millones.



Adicionalmente, los ingresos fueron complementados por el aumento de las ventas de servicios, los cuales aumentaron 75,13%, de Gs. 51.878 millones en Dic22 hasta Gs. 90.852 millones en Dic23, debido a los mayores servicios proporcionados a sus empresas relacionadas; Ueno Bank e ITTI. Así también, fue favorecido por el aumento relevante de las ventas de mercaderías en 50,89 veces, desde Gs. 822 millones hasta Gs. 42.636 millones, generado por el elevado volumen de mercaderías vendidas con una de sus relacionadas; Ueno Holding.

En lo que respecta a los costos de ventas, estos aumentaron 10,49%, desde Gs.143.138 millones en Dic22 hasta Gs. 158.154 millones en Dic23, propiciado puntualmente por la expansión de los costos de ventas de mercaderías, desde Gs. 3.165 millones hasta Gs. 61.681 millones, en línea con la expansión de sus ingresos.



De esta forma, la utilidad bruta ha subido 242,51%, desde Gs. 99.836 millones en Dic22 hasta Gs. 341.945 millones en Dic23, por encima a su promedio histórico, derivando en el aumento del margen bruto desde 41,09% hasta 68,38%, muy superior a los años anteriores.

Considerando el aumento de los gastos operacionales, finalmente la utilidad operacional ascendió 285,12%, desde Gs. 79.994 millones en Dic22 hasta Gs. 308.071 millones en Dic23, por encima de su histórico, en consecuencia, del importante volumen de ingresos operativos por la valuación de sus inversiones.

En cuanto a la utilidad operacional neta ha aumentado 200,99% desde Gs. 77.928 millones en Dic22 hasta Gs. 234.554 millones en Dic23, en contrapartida a la importante pérdida registrada en términos de provisionamiento de créditos de una entidad relacionada por Gs. 72.884 millones. Con lo cual, el margen operacional creció desde 32,92% en Dic22 a 61,60% en Dic23, superior a su promedio histórico.

Por su parte, los gastos financieros permanecieron relativamente estables, con un aumento leve de 3,42%, desde Gs. 37.195 millones en Dic22 hasta Gs. 38.468 millones en Dic23, debido al incremento de los gastos asociados a la emisión de bonos.

En lo que respecta a los resultados no operativos, estos bajaron 87,17% desde Gs. 16.155 millones hasta Gs. 2.073 millones, producto de la reducción de las ganancias por conversión de moneda extranjera. Aun así, la utilidad del ejercicio ha aumentado notablemente 689,38%, desde Gs. 24.578 millones en Dic22 hasta Gs. 194.013 millones en Dic23, favorecido por los rendimientos derivados de la valuación de sus inversiones. Con lo cual, la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) subió desde 8,58% hasta 65,55%, y el rendimiento sobre el activo (ROA) ascendió desde 3,36% hasta 16,24%, siendo ambos superiores a su promedio histórico. Del mismo modo, el margen de neto subió desde 10,12% hasta 38,79%, por encima de los últimos años.

## SOLVENCIA Y ENDEUDAMIENTO

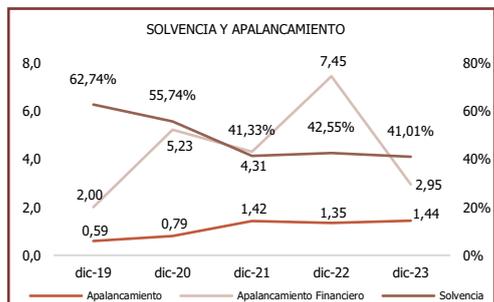
**Adecuada solvencia patrimonial, aunque acompañado por un mayor y creciente endeudamiento derivadas de deudas con entidades financieras y el mercado de capitales**

La estructura del patrimonio neto se concentra en un capital estable (54,15%), y un importante volumen de recursos financieros provenientes del resultado del ejercicio (39,60%), concentrado en las utilidades obtenidas en el 2023. El patrimonio neto ha incrementado 57,51% desde Gs. 311.071 millones en Dic22 hasta Gs. 489.979 millones en Dic23, fundamentalmente por los mayores resultados obtenidos en términos de utilidad, y por la constitución de reservas facultativas.



En cuanto al capital se mantuvo invariable en Gs. 265.300 millones, y no fueron registradas nuevos aportes irrevocables por parte de los accionistas. Aun así, la solvencia patrimonial se redujo levemente desde 42,55% en Dic22 hasta 41,01% en Dic23, similar a Dic21, debido al crecimiento más que proporcional del activo respecto al total de los fondos propios. Con lo cual, ha evidenciado una adecuada solvencia para su tipo de negocios.

En lo que respecta al endeudamiento, el pasivo aumentó 67,78%, desde Gs. 420.021 millones en Dic22 hasta Gs. 704.691 millones en Dic23, propiciado principalmente por la expansión tanto del pasivo no corriente. Con lo cual, a su vez el apalancamiento subió desde 1,35 a 1,44 veces, superior a su promedio.



El crecimiento del pasivo no corriente en 61,98%, desde 352.781 millones en Dic22 hasta Gs. 571.430 millones en Dic23, fue propiciado por el mayor nivel de endeudamiento con el mercado de capitales en 37,57%, desde Gs. 216.264 millones en Dic22 hasta Gs. 297.525 millones en Dic23, debido a la emisión del PEG G2, que ha complementado a los bonos emitidos previamente mediante los PEG G1 y USD1.

Aun así, el apalancamiento financiero se contrajo moderadamente desde 7,45 a 2,95 veces, por debajo de su promedio histórico, propiciado por la importante expansión de la utilidad.



La estructura de financiamiento se ha focalizado en una elevada deuda financiera (71,44%), seguidos en menor medida por otras deudas (18,62%) y deudas comerciales (9,94%). Al corte de la calificación, la deuda financiera ascendió 56,05%, desde Gs. 322.261 millones en Dic22 hasta Gs. 503.464 millones en Dic23, propiciado por el aumento de líneas de créditos con entidades financieras locales y mayores deudas con el mercado de valores.

El financiamiento con deuda financiera se centra en una elevada deuda bursátil, representado por el 59,10% del total. Estas obligaciones crecieron 26,85%, desde Gs. 234.547 millones en Dic22 hasta Gs. 297.525 millones en Dic23, en consecuencia de la emisión del PEG G2. En tanto, las deudas bancarias contraídas han representado el 40,90% de la deuda financiera, y aumentaron

133,82%, hasta Gs. 205.939 millones, explicado por la obtención de líneas de préstamos con entidades financieras locales, respaldadas con garantías quirografaria, codeudora y fideicomiso.

En lo que respecta a las deudas comerciales, estas ascendieron 154% desde Gs. 27.573 millones en Dic22 hasta Gs. 70.038 millones, en Dic23, debido al incremento de las deudas con proveedores locales a largo plazo en 153,25%, desde Gs. 25.038 millones en Dic22 hasta Gs. 63.407 millones en Dic23. En línea, los 10 principales proveedores concentran el 51,94% de las deudas comerciales. Sin embargo, el 51,80% de los 10 principales deudores se centra obligaciones comerciales a largo plazo, igual a Gs. 32.845 millones, de los cuales el 38,94%, se ha concentrado en una entidad proveedora de soluciones en softwares y servicios especializados para la transformación digital.

Por su parte, las otras deudas incrementaron 18,62%, desde Gs. 69.827 millones en Dic22 hasta Gs. 131.189 millones en Dic23, propiciado por la expansión de los compromisos asumidos en concepto por instrumentos de renta fija, obtenidas de Ueno Holding y particulares, que han sido destinados a inversiones.

**FLUJO DE CAJA PROYECTADO**

FLUJO DE CAJA PROYECTADO EN USD											
Ingresos y Egresos	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Ventas	8.654.145	17.684.167	23.381.610	25.475.090	27.950.564	28.616.363	29.481.902	30.607.102	32.069.863	33.971.451	36.443.517
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>8.654.145</b>	<b>17.684.167</b>	<b>23.381.610</b>	<b>25.475.090</b>	<b>27.950.564</b>	<b>28.616.363</b>	<b>29.481.902</b>	<b>30.607.102</b>	<b>32.069.863</b>	<b>33.971.451</b>	<b>36.443.517</b>
Costos y Gastos	-3.224.459	-3.546.905	-3.901.596	-4.291.755	-4.506.344	-4.731.661	-4.968.244	-5.216.656	-5.477.489	-5.751.363	-6.038.932
<b>Egresos Operativos</b>	<b>-3.224.459</b>	<b>-3.546.905</b>	<b>-3.901.596</b>	<b>-4.291.755</b>	<b>-4.506.344</b>	<b>-4.731.661</b>	<b>-4.968.244</b>	<b>-5.216.656</b>	<b>-5.477.489</b>	<b>-5.751.363</b>	<b>-6.038.932</b>
Inversiones	-47.297.297	-	-	-5.000.000	-5.000.000	-7.500.000	-7.500.000	-7.500.000	-15.000.000	-	-
<b>FLUJO OPERATIVO</b>	<b>-41.867.611</b>	<b>14.137.262</b>	<b>19.480.014</b>	<b>16.183.335</b>	<b>18.444.220</b>	<b>16.384.702</b>	<b>17.013.658</b>	<b>17.890.446</b>	<b>11.592.374</b>	<b>28.220.088</b>	<b>30.404.585</b>
Emisión de bonos	47.297.297	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Ingresos financieros</b>	<b>47.297.297</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>						
Amortización de préstamos (capital+intereses)	-2.311.794	-2.246.565	-2.042.836	-811.285	-4.778.915	-4.675.288	-4.509.408	-4.444.912	-	-	-
Amortización de bonos (capital+intereses)	-3.124.668	-10.711.356	-18.322.879	-11.704.096	-15.365.762	-6.383.408	-10.248.135	-16.677.875	-5.115.809	-5.115.809	-64.713.513
<b>Egresos financieros</b>	<b>-5.436.462</b>	<b>-12.957.921</b>	<b>-20.365.715</b>	<b>-12.515.381</b>	<b>-20.144.677</b>	<b>-11.058.696</b>	<b>-14.757.543</b>	<b>-21.122.787</b>	<b>-5.115.809</b>	<b>-5.115.809</b>	<b>-64.713.513</b>
<b>FLUJO FINANCIERO</b>	<b>41.860.835</b>	<b>-12.957.921</b>	<b>-20.365.715</b>	<b>-12.515.381</b>	<b>-20.144.677</b>	<b>-11.058.696</b>	<b>-14.757.543</b>	<b>-21.122.787</b>	<b>-5.115.809</b>	<b>-5.115.809</b>	<b>-64.713.513</b>
<b>FLUJO DE CAJA</b>	<b>-6.776</b>	<b>1.179.341</b>	<b>-885.701</b>	<b>3.667.954</b>	<b>-1.700.457</b>	<b>5.326.006</b>	<b>2.256.115</b>	<b>-3.232.341</b>	<b>6.476.565</b>	<b>23.104.279</b>	<b>-34.308.928</b>
Saldo Inicial	653.891	647.115	1.826.456	940.755	4.608.709	2.908.252	8.234.258	10.490.373	7.258.032	13.734.597	36.838.876
<b>FLUJO FINAL ACUMULADO</b>	<b>647.115</b>	<b>1.826.456</b>	<b>940.755</b>	<b>4.608.709</b>	<b>2.908.252</b>	<b>8.234.258</b>	<b>10.490.373</b>	<b>7.258.032</b>	<b>13.734.597</b>	<b>36.838.876</b>	<b>2.529.948</b>

Grupo Vázquez S.A.E. ha presentado su flujo de caja proyectado para el periodo 2024-2034, coincidente con sus obligaciones financieras y bursátiles vigentes, además de contemplar el monto de la nueva emisión bajo el PEG G4 en 2024. El flujo de caja proyectado prevé el crecimiento favorable de los ingresos operativos, en función a los rendimientos e ingresos obtenidos de las inversiones realizadas, con elevada concentración en el sector financiero y tecnológico (fintech).

Los ingresos operativos de caja proyectan un crecimiento favorable para los próximos años, fundamentado en el importante incremento de los rendimientos e ingresos asociados a las inversiones realizadas durante el periodo 2025-2028, conforme a su plan estratégico. En esta línea, estos incrementarán en 129,50% en el 2025, hasta USD 14.839.860; 32,64% en el 2026, hasta USD 19.684.012; y en 5% en los años 2027 y 2028, hasta USD 20.668.212 y USD 21.701.623, respectivamente. Con lo cual, a su vez los ingresos operativos crecerán en 104,34% en el 2025, hasta USD 17.684.167, en 32,22% en el 2026, hasta USD 23.381.610, en 8,95% en el 2027, hasta USD 23.381.610 y en 9,72%, hasta USD 25.475.090. Cabe señalar que los ingresos operativos de caja prevén un importante crecimiento desde el año 2025, según las estimaciones de la empresa.

Por otro lado, desde el año 2029 hasta 2034 los ingresos operativos registrarán un crecimiento sostenido y variable, explicado por el estable volumen de ingresos, generado en concepto de rendimientos de inversiones, por USD 21.701.623, así como por los fluctuantes ingresos operativos provenientes del rubro de agronegocios, según su plan de reforestación establecido, y de las demás unidades de negocios, complementado con el sostenido aumento de los rendimientos generados por las inversiones en Certificados de Depósitos de Ahorros (CDA) y bonos en 30% anual, durante el periodo proyectado.

En lo que respecta a los egresos operativos, se prevé un crecimiento sostenido de los costos de ventas, propiciado por el incremento de los costos de producción relacionados principalmente a gastos de nóminas, y en menor medida por los mayores costos de producción en la división ganadera-forestal.

En tanto, para el 2024 se ha previsto realizar inversiones por USD 47.297.297, mediante la captación de recursos financieros con la emisión de bonos en el mercado de capitales por el mismo valor, para la compra de acciones, conforme a su enfoque de negocios y plan estratégico. Adicionalmente, desde el año 2027 hasta 2032 se realizarán inversiones anuales crecientes, llegando a los USD 15.000.000 en el 2032. Cabe indicar, estas serán fondeadas por sus ingresos operativos, centrados en los favorables rendimientos provenientes de la división de inversiones.

Por otro lado, no se ha previsto para el periodo proyectado contraer nuevos préstamos financieros o aportes de capital de los accionistas. Adicionalmente, no se encuentra prevista la emisión, colocación y amortización del PEG UDS2, por monto máximo de USD 3.000.000, si bien los mismos podrían emitirse considerando la vigencia de los plazos.

Los egresos financieros proyectados se encuentran alineadas al calendario de vencimiento de las deudas bancarias y bursátiles vigentes en cada año. Con esto, el flujo financiero se centrará en el cumplimiento de sus obligaciones tanto con el sistema financiero, como con el mercado de valores hasta el 2031, mientras que a partir del año 2032 se concentrará en la amortización de las deudas bursátiles.

Adicionalmente, para los años 2026, 2028, 2031 y 2034 se prevén una elevada concentración de compromisos financieros, producto de la amortización de los capitales y los pagos de intereses de los bonos emitidos mediante los PEG G1, G2 y USD1, representado por USD 18.322.879 en el 2026, USD 15.365.762 en el 2028, y USD 16.677.875 para el 2031. Del mismo modo, para el año 2034 se espera una elevada amortización de deudas bursátiles, correspondientes al vencimiento del PEG G3, por de USD 15.324.324, y de la nueva emisión por USD 49.389.189.

De esta forma, se espera un flujo final acumulado creciente y fluctuante respecto a su histórico, explicado por la variabilidad y el crecimiento del flujo operativo, con una elevada dependencia de sus ingresos por rendimientos de inversiones, así como por el cumplimiento de sus obligaciones. Con esto, se prevé un crecimiento favorable del 182,25% en el 2025, hasta USD 1.826.456; 389,89% en el 2027, hasta USD 4.608.709; 183,13% en el 2029, hasta USD 8.234.258 y del 168,22% en el 2029, hasta USD 36.838.876.

## CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL (PEG) G3	
Características	Detalles
<b>Emisor</b>	Grupo Vázquez S.A.E.
<b>Aprobación del Directorio</b>	Acta del Directorio N° 247 de fecha 23 de enero de 2024.
<b>Denominación del programa</b>	PEG G3
<b>Tipo de títulos a emitir</b>	Bonos
<b>Moneda y monto máximo autorizado</b>	Gs. 105.000.000.000.- (Guaraníes Ciento Cincuenta Mil Millones)
<b>Cortes mínimos</b>	Gs. 1.000.000.- (Guaraníes Un Millón)
<b>Plazo de vencimiento</b>	Se emitirán con un plazo de 365 a 3.650 días, y según lo especifique el Complemento de Prospecto, correspondiente a cada serie.
<b>Garantía</b>	Común, a sola firma.
<b>Tasa de interés</b>	A ser definida en cada serie a ser emitida dentro del marco de este programa.
<b>Pago de intereses y de capital</b>	A ser definida en cada serie a ser emitida dentro del marco de este programa.
<b>Rescate anticipado</b>	De acuerdo con lo establecido en el Art. 58 de la Ley 5.810/17 y la Resolución BVPASA N° 1.013/11, y según lo dispuesto en el Acta de Directorio N° 229 de fecha 21 de Noviembre de 2023.
<b>Destino de fondos</b>	100% para la compra de acciones.
<b>Representante de obligacionistas</b>	Mersán Abogados S.R.L.
<b>Intermediario colocador</b>	Todas las casas de bolsas habilitadas y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada serie.

El Programa de Emisión Global G3, registrado ante la Superintendencia de Valores (SIV) según Certificado de Registro N° 019\_07022024, y ante la Bolsa de Valores de Asunción (BVA), según la Res. N° 2.913/24 de fecha 08 de febrero de 2024, para la emisión de Gs. 105.000 millones, cuenta con la autorización de la plana directiva del Grupo Vázquez S.A.E., conforme al Acta de Directorio N° 247, de fecha 23 de enero del 2024. El plazo de vencimiento va entre 365 a 3.650 días, con garantía común, a sola firma, y rescate anticipado, de acuerdo con las normativas vigentes.

Los recursos financieros serán utilizados en un 100% para la adquisición de acciones, conforme a su estrategia de expansión y consolidación como un holding financiero y tecnológico (Fintechs). En cuanto a las tasas de interés, los pagos de capitales e intereses, estos serán establecidos en cada una de las series. Adicionalmente, se ha dispuesto como intermediario colocador a todas las casa de bolsas habilitadas, y como representante de obligacionistas a Mersán Abogados S.R.L.

Programa de Emisión Global PEG G3: Monto autorizado Gs. 105.000.000.000.-								
Autorizado según Resolución CNV N° 247 de fecha 23/01/2024								
Fecha	Serie	Emitido Gs.	Colocado Gs.	Vencido Gs.	Tasa anual	Fecha Vto.	Plazo Años	Vigente Gs.
12-feb-24	1	105.000.000.000	105.000.000.000	-	8%	07-feb-34	10	105.000.000.000
		<b>105.000.000.000</b>	<b>105.000.000.000</b>	<b>-</b>				<b>105.000.000.000</b>

A la fecha de la calificación, el Programa de Emisión Global G3 fue emitida y colocada en su totalidad mediante una serie de igual valor, a un plazo de 10 años, con tasa de interés del 8%.

Considerando sus principales indicadores financieros de liquidez, solvencia, apalancamiento y rentabilidad, así como el flujo de caja proyectado, al corte de la calificación se ha evaluado el impacto del programa de emisión global sobre el endeudamiento total, la generación de utilidades y la sostenibilidad del negocio. Con lo cual, se ha concluido que Grupo Vázquez cuenta con una razonable capacidad de apalancamiento, considerando el volumen de sus actividades operativas y su estable posición de liquidez.

## ANTECEDENTES DE EMISIONES ANTERIORES

Desde su inscripción para operar en el mercado de valores en la Comisión Nacional de Valores (hoy Superintendente de Valores), según Certificado de Registro N° 037\_23042021 de la fecha 23/04/2021, y ante la Bolsa de Valores de Asunción S.A., según Res. 2.222/21 de fecha 7/05/2021. A la fecha de la calificación, la sociedad cuenta con cinco Programas de Emisión Global, emitidas mediante los PEG G1, G2, G3, USD1 y USD2.

El Programa de Emisión Global G1 fue emitido y colocado en el año 2021, por monto máximo de Gs. 50.000 millones, mediante dos series de Gs.10.000 millones, y una serie de Gs. 30.000 millones, con saldos de capital aún vigentes. Del mismo modo, en el 2021 fue emitido y colocado por USD. 25.000.000 el Programa de Emisión Global USD1, a través de seis series

vigentes a la fecha, siendo la serie 1 por USD 3.000.000, la serie 2 por USD 5.000.000, la serie 3 por USD 7.000.000, la serie 4 por USD 2.000.000, la serie 5 por USD 4.000.000, y la serie 6 por 4. 000.000.

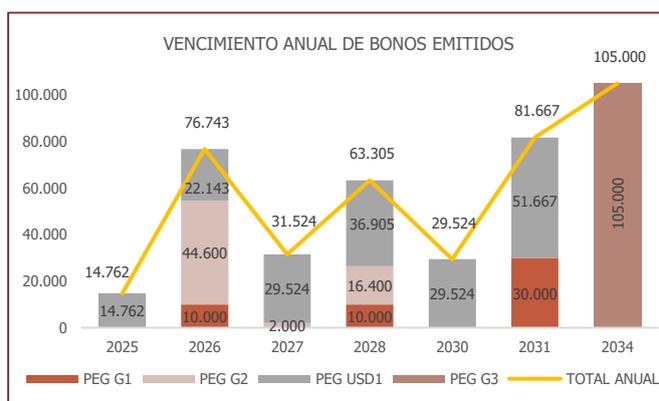
En cuanto al Programa de Emisión Global G2 fue aprobado inicialmente por de Gs. 150.000 millones en el 2023. No obstante, han sido emitidas solo 5 series, siendo la serie 1 por Gs. 41.600 millones, la serie 2 por Gs. 8.400 millones, la serie 3 por Gs. 8.000 millones, la serie 4 por Gs. 3.000 millones y la serie 5 por Gs. 2.000 millones, totalizando una colocación de Gs. 63.000 millones, y un saldo no emitido y dado de baja de Gs. 87.000 millones, según Acta de Directorio N° 226 de fecha 10/11/2023, manteniendo las demás condiciones invariables, derivados de las nuevas estrategias de negociaciones de la empresa.

En esa línea, posteriormente al corte de la calificación, el Programa de Emisión Global G3 fue constituido por un monto máximo de Gs. 105.000 millones, siendo emitida y colocada mediante una sola serie de igual valor. Cabe señalar que a partir de esta emisión y colocación, la empresa cuenta con una elevada concentración de capital a vencer para el 2034, superior al promedio anual de vencimiento de los años anteriores.

En cuanto al Programa de Emisión Global USD2, por monto máximo de USD 3.000.000 a la fecha de la calificación no cuenta con ninguna serie emitida y colocada. Aun así, se encuentra vigente para una futura emisión.

Con esto, a la fecha de la calificación Grupo Vázquez cuenta con un saldo de deudas bursátiles por Gs. 402.525 millones, con elevada concentración en los saldos de capitales de los PEG G3, y USD1.

Programa	Año de Emisión	Monto Emitido en Gs.	Monto Colocado en Gs.	Monto Pagado en Gs.	Saldo Vigente en Gs.
PEG G1	2.021	50.000.000.000	50.000.000.000	-	50.000.000.000
PEG G2	2.023	150.000.000.000	63.000.000.000	-	63.000.000.000
PEG G3	2.024	105.000.000.000	105.000.000.000	-	105.000.000.000
PEG USD1	2.021	184.525.000.000	184.525.000.000	-	184.525.000.000
PEG USD2	-	22.143.000.000	-	-	-
<b>Total</b>		<b>511.668.000.000</b>	<b>402.525.000.000</b>	<b>-</b>	<b>402.525.000.000</b>



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

<b>BALANCE GENERAL</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>Var%</b>
<b>ACTIVO</b>	<b>345.321</b>	<b>454.149</b>	<b>715.683</b>	<b>731.092</b>	<b>1.194.670</b>	<b>63,41%</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>79.821</b>	<b>92.592</b>	<b>47.985</b>	<b>92.057</b>	<b>182.269</b>	<b>98,00%</b>
Disponibilidades	427	1.551	976	982	4.259	333,71%
Inversiones temporales	-	-	3.331	3.216	21.507	568,75%
Inversiones CP	-	-	-	-	54.305	-
Créditos Netos CP	24.945	702	5.947	916	431	-52,95%
Inventario	45.609	79.029	18.557	79.465	87.298	9,86%
Otros activos corrientes	8.840	11.310	19.174	7.478	14.469	93,49%
<b>Activo no corriente</b>	<b>265.500</b>	<b>361.557</b>	<b>667.698</b>	<b>639.035</b>	<b>1.012.401</b>	<b>58,43%</b>
Bienes de uso	160.255	43.842	60.825	4.682	8.516	81,89%
Créditos Netos LP	-	11.900	8.662	-	-	n/a
Inversiones LP	105.245	297.435	589.508	625.559	991.527	58,50%
Otros activos no corrientes	-	8.380	8.703	8.794	12.358	40,53%
<b>PASIVO</b>	<b>128.670</b>	<b>201.020</b>	<b>419.864</b>	<b>420.021</b>	<b>704.691</b>	<b>67,78%</b>
<b>Pasivo corriente</b>	<b>88.519</b>	<b>22.178</b>	<b>28.455</b>	<b>67.240</b>	<b>133.261</b>	<b>98,19%</b>
Deuda comercial	29.510	3.606	5.401	2.535	6.631	161,58%
Deuda bancaria	55.167	15.296	9.007	36.805	54.507	48,10%
Deuda bursátil	-	-	-	18.283	-	-100,00%
Otras deudas	3.842	3.276	14.047	9.617	72.123	649,95%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>40.151</b>	<b>178.842</b>	<b>391.409</b>	<b>352.781</b>	<b>571.430</b>	<b>61,98%</b>
Deuda comercial LP	5.569	25.292	61.202	25.038	63.407	153,24%
Deuda bancaria LP	34.582	116.931	58.818	51.269	151.432	195,37%
Deuda bursátil LP	-	-	223.212	216.264	297.525	37,57%
Otras deudas LP	-	36.619	48.177	60.210	59.066	-1,90%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>216.651</b>	<b>253.129</b>	<b>295.819</b>	<b>311.071</b>	<b>489.979</b>	<b>57,51%</b>
Capital	189.800	240.000	249.000	265.300	265.300	0,00%
Aporte Irrevocable	-	54	54	374	374	0,00%
Reservas	20.699	1.712	19.643	20.819	30.292	45,50%
Resultados Acumulados	3.742	-	-	-	-	n/a
Resultado del Ejercicio	2.410	11.363	27.122	24.578	194.013	689,38%
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>Var%</b>
Ventas	37.196	158.058	209.719	242.974	500.099	105,82%
Costos	-18.529	-110.710	-135.192	-143.138	-158.154	10,49%
<b>Utilidad bruta</b>	<b>18.667</b>	<b>47.348</b>	<b>74.527</b>	<b>99.836</b>	<b>341.945</b>	<b>242,51%</b>
Gastos de Ventas	-6.964	-1.427	-477	-627	-324	-48,33%
Gastos Administrativos	-5.977	-8.036	-17.737	-19.215	-33.550	74,60%
<b>Utilidad operacional (EBITDA)</b>	<b>5.726</b>	<b>37.885</b>	<b>56.313</b>	<b>79.994</b>	<b>308.071</b>	<b>285,12%</b>
Previsiones	-	-	-	-	-72.884	n/a
Depreciaciones y amortizaciones	-	-982	-2.261	-2.066	-633	-69,36%
<b>Utilidad operacional neta (EBIT)</b>	<b>5.726</b>	<b>36.903</b>	<b>54.052</b>	<b>77.928</b>	<b>234.554</b>	<b>200,99%</b>
Gastos financieros	-15.026	-17.327	-23.376	-37.195	-38.468	3,42%
<b>Utilidad ordinaria</b>	<b>-9.300</b>	<b>19.576</b>	<b>30.676</b>	<b>40.733</b>	<b>196.086</b>	<b>381,39%</b>
Resultados no operativos	13.852	-6.923	-306	-16.155	-2.073	-87,17%
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>4.552</b>	<b>12.653</b>	<b>30.370</b>	<b>24.578</b>	<b>194.013</b>	<b>689,38%</b>
Impuesto a la renta	-2.142	-1.290	-3.248	-	-	n/a
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>2.410</b>	<b>11.363</b>	<b>27.122</b>	<b>24.578</b>	<b>194.013</b>	<b>689,38%</b>

**PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA**

INDICADOR	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	Var%
<b>CARTERA Y MOROSIDAD</b>						
Cartera Bruta	24.945	12.602	14.609	916	431	-52,95%
Cartera/Activo	7,22%	2,77%	2,04%	0,13%	0,04%	-71,21%
Ventas/Cartera	1,49	12,54	14,36	265,26	1160,32	337,44%
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez Corriente	0,90	4,17	1,69	1,37	1,37	-0,10%
Prueba Ácida	0,39	0,61	1,03	0,19	0,71	280,56%
Ratio de Efectividad	0,48%	6,99%	15,14%	6,24%	19,33%	209,69%
Índice de capital de trabajo	-2,52%	15,50%	2,73%	3,39%	4,10%	20,85%
Dependencia de Inventario	138,45%	25,21%	98,08%	78,18%	122,64%	56,87%
Deuda Financiera/Activo	25,99%	29,12%	40,67%	44,13%	42,14%	-4,50%
<b>GESTIÓN</b>						
Rotación de cartera	1,27	8,42	15,41	31,30	742,54	2272,25%
Rotación de Inventario	0,35	1,78	2,77	2,92	1,90	-35,05%
Periodo Promedio de Cobro	286	43	24	12	0	-95,78%
Periodo Promedio de Pago	573	12	14	6	15	136,74%
Ciclo operacional	1.342	249	155	137	193	41,19%
Apalancamiento Operativo	3,26	1,28	1,38	1,28	1,46	13,79%
Ventas/Activo	10,77%	34,80%	29,30%	33,23%	41,86%	25,96%
<b>ENDEUDAMIENTO</b>						
Solvencia	62,74%	55,74%	41,33%	42,55%	41,01%	-3,61%
Endeudamiento	37,26%	44,26%	58,67%	57,45%	58,99%	2,67%
Cobertura de las Obligaciones	6,47%	170,82%	197,90%	118,97%	231,18%	94,32%
Apalancamiento	0,59	0,79	1,42	1,35	1,44	6,51%
Apalancamiento financiero	2,00	5,23	4,31	7,45	2,95	-60,44%
Cobertura de Gastos Financieros	0,38	2,19	2,41	2,15	8,01	272,37%
Deuda/EBITDA	22,47	5,31	7,46	5,25	2,29	-56,44%
Deuda/Ventas	3,46	1,27	2,00	1,73	1,41	-18,49%
<b>RENTABILIDAD</b>						
ROA	0,70%	2,50%	3,79%	3,36%	16,24%	383,07%
ROE	1,14%	4,70%	10,09%	8,58%	65,55%	664,11%
Margen Bruto	50,19%	29,96%	35,54%	41,09%	68,38%	66,41%
Margen Neto	6,48%	7,19%	12,93%	10,12%	38,79%	283,52%
Margen Operacional	15,39%	23,97%	26,85%	32,92%	61,60%	87,11%
Eficiencia Operativa	30,67%	80,01%	75,56%	80,13%	90,09%	12,44%
Costo de Mercaderías/Ventas	49,81%	70,04%	64,46%	58,91%	31,62%	-46,32%
Costo Operativo/Ventas	34,79%	5,99%	8,68%	8,17%	6,77%	-17,06%
Costo Operacional/Utilidad Bruta	69,33%	19,99%	24,44%	19,87%	9,91%	-50,16%
Gastos Admin/Utilidad Bruta	32,02%	16,97%	23,80%	19,25%	9,81%	-49,02%

**BALANCE GENERAL Y ESTADOS DE RESULTADOS CONSOLIDADOS**

<b>BALANCE GENERAL CONSOLIDADO</b>			
<b>(En millones de Gs.)</b>			
<b>CUENTAS</b>	<b>dic-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>Var. %</b>
<b>ACTIVO</b>	<b>3.695.908</b>	<b>5.563.853</b>	<b>50,54%</b>
<b>Activo corriente</b>	<b>1.752.685</b>	<b>3.322.762</b>	<b>89,58%</b>
Disponibilidad+ Inv. Temp.	191.184	758.048	296,50%
Inversión en asociadas Cp.	-	54.305	-
Créditos Netos	829.946	1.321.264	59,20%
Inventario	288.188	149.575	-48,10%
Otros activos corrientes	443.365	1.039.571	134,47%
<b>Activo no corriente</b>	<b>1.943.224</b>	<b>2.241.091</b>	<b>15,33%</b>
Bienes de Uso	105.354	190.208	80,54%
Créditos Netos Lp	1.013.358	880.655	-13,10%
Inversiones Lp	629.075	849.792	35,09%
Inventarios LP	21	-	-100,00%
Otros activos no corrientes	195.416	320.436	63,98%
<b>PASIVO</b>	<b>2.976.749</b>	<b>4.713.234</b>	<b>58,33%</b>
<b>Pasivo corriente</b>	<b>1.253.207</b>	<b>1.763.610</b>	<b>40,73%</b>
Deuda comercial	71.863	188.119	161,78%
Deuda bancaria	1.085.487	1.252.714	15,41%
Otras deudas	95.857	322.777	236,73%
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>1.723.542</b>	<b>2.949.624</b>	<b>71,14%</b>
Deuda comercial LP	37.070	189.507	411,21%
Deuda bancaria LP	1.306.419	2.167.662	65,92%
Deuda bursátil LP	309.721	515.150	66,33%
Otras deudas LP	70.333	77.305	9,91%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>719.159</b>	<b>850.620</b>	<b>18,28%</b>
Capital	456.711	427.980	-6,29%
Aportes a capitalizar	60.098	6.332	-89,46%
Reservas	95.455	121.209	26,98%
Resultados	106.895	295.098	176,06%

<b>ESTADOS DE RESULTADOS CONSOLIDADO</b>			
<b>(En millones de Gs.)</b>			
<b>Cuentas</b>	<b>dic-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>Var %</b>
Ventas	1.015.143	1.246.137	22,75%
Costo de Ventas	-558.203	-489.662	-12,28%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>456.940</b>	<b>756.475</b>	<b>65,55%</b>
Gastos de Ventas	-28.425	-34.252	20,50%
Gastos Administrativos	-184.678	-256.660	38,98%
<b>Utilidad operacional (EBITDA)</b>	<b>243.836</b>	<b>465.563</b>	<b>90,93%</b>
Previsiones	-	-50.929	-
Depreciaciones y amortizaciones	-47.327	-45.446	-3,97%
<b>Utilidad operacional neta (EBIT)</b>	<b>196.510</b>	<b>369.188</b>	<b>87,87%</b>
Gastos financieros	-58.159	-68.711	18,14%
<b>Utilidad ordinaria</b>	<b>138.350</b>	<b>300.477</b>	<b>117,19%</b>
Resultados no operativos	-18.407	7.220	-139,22%
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>119.943</b>	<b>307.696</b>	<b>156,53%</b>
Impuesto a la renta	-11.419	-12.598	10,33%
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>108.524</b>	<b>295.098</b>	<b>171,92%</b>

El Grupo Vázquez S.A.E mantiene un diversificado portafolio de inversiones a través de sus empresas asociadas. Estas integran participaciones accionarias en más de 20 entidades de diferentes sectores. En Dic23, el balance general y los estados de resultados consolidados incluyen los estados financieros de la sociedad controlante y de sus controladas; ITTI S.A.E.C.A., donde cuenta con el 95,49% de propiedad, Ueno Bank S.A., donde posee el 94,96% de la participación total, y UENO HOLDING S.A.E.C.A., donde cuenta con el 91,72% de propiedad.

En términos consolidados, los activos totales del Grupo Vázquez S.A.E. se incrementaron 50,54%, desde Gs. 3.695.908 millones en Dic22 hasta Gs. 5.563.853 millones en Dic23, propiciado por el crecimiento importante de los activos corrientes, en 89,50%, desde Gs. 1.752.685 millones hasta Gs. 3.322.762 millones en el mismo periodo, derivados del incremento de los recursos disponibles, las inversiones temporales en instrumentos financieros y en acciones de entidades relacionadas, así como en cartera de créditos.

Al respecto, el rubro de mayor incremento se ha explicado principalmente por el aumento de los otros activos corrientes en 134,47%, hasta Gs. 1.039.751 millones, debido al mayor crecimiento en términos de otros créditos a corto plazo de UENO Holding, en 36,25 veces, hasta Gs. 396.533 millones, así como por el incremento de los gastos pagados por adelantados de Ueno Bank en 6,06 veces, desde Gs. 14.524 millones hasta Gs. 102.539 millones.

Adicionalmente, la expansión de los activos corrientes fue propiciado por el aumento de la disponibilidad más las inversiones temporales en 296,50%, hasta Gs. 758.048 millones, debido al incremento de recursos financieros en caja y bancos de Ueno

Bank en 4,67 veces, desde Gs. 123.762 millones en Dic22 hasta Gs. 702.196 millones en Dic23. Del mismo modo, ha sido por el aumento de los créditos netos corrientes de la misma entidad en 93,20%, hasta Gs. 886.765 millones en Dic23.

En cuanto al activo no corriente ha aumentado 15,33%, desde Gs. 1.943.224 millones en Dic22 hasta Gs. 2.241.091 millones en Dic23, derivado del incremento de otros activos no corrientes en 63,95%, hasta Gs. 320.436 millones, debido a los mayores activos intangibles en Ueno Bank e ITTI, que han subido 139,47%, hasta Gs. 125.886 millones, y en 32,24%, hasta Gs. 199.907 millones. A su vez, el incremento del activo no corriente se ha explicado por la expansión de las inversiones en asociadas en 35,09%, hasta Gs. 849.792 millones, generado principalmente por el aumento de las inversiones totales del Grupo Vázquez en 86,83%, hasta Gs. 901.930 millones, por la adquisición de paquetes accionarios en Ueno Holding, ITTI, Ueno Bank, Ueno Seguros, y mediante la constitución de U Holding en el exterior y su valuación proporcional patrimonial de Gs. 164.516 millones en la misma. Así también, esto fue complementado por la reducción de los créditos netos a largo plazo en 13,10%, hasta Gs. 880.655 millones, centrado en menores deudores comerciales a largo plazo de Ueno Holding.

En lo que respecta al pasivo total, en términos consolidados ascendió 58,33%, desde Gs. 2.976.749 millones en Dic22 hasta Gs. 4.713.234 millones en Dic23, propiciado principalmente por el incremento del pasivo no corriente en 71,14%, hasta Gs. 2.949.624 millones, y en menor medida por el aumento del pasivo corriente en 40,73%, hasta Gs. 1.763.610 millones. La expansión del pasivo no corriente responde fundamentalmente al crecimiento de las deudas bancarias y bursátiles, y en menor medida a las deudas comerciales. En línea, las deudas bancarias a largo plazo crecieron 65,92%, hasta Gs. 2.167.662 millones, generado por la captación de mayores préstamos por Ueno Bank, en 1,50 veces, hasta Gs. 1.885.915 millones, y por el Grupo Vázquez en 1,95 veces, hasta Gs. 151.431 millones, complementado a su vez con la reducción de los créditos de Ueno Holding en 81,15%, hasta Gs. 86.629 millones.

En cuanto a las deudas bursátiles a largo plazo ascendieron 66,33%, hasta Gs. 515.150 millones en Dic23, propiciado por mayores bonos emitidos por la entidad controlante en 37,57%, hasta Gs. 297.525 millones, así como por ITTI en 67,43%, hasta Gs. 156.472 millones. En tanto, las deudas comerciales a largo plazo registraron un aumento del 411,21%, hasta Gs. 189.507 millones, debido a los compromisos con proveedores de Ueno Holding por Gs.189.849 millones, y el incremento de obligaciones comerciales de la entidad controlante en 153,25%, hasta Gs. 63.407 millones.

Por otro lado, el aumento del pasivo corriente desde Gs. 1.253.207 millones en Dic22 hasta Gs. 1.763.610 millones en Dic23, se debe a la maduración de las obligaciones bancarias del Grupo Vázquez y de Ueno Bank, los cuales han incrementado 14,10%, hasta Gs. 904.832 millones, y en 79,83%, hasta Gs. 51.468 millones, respectivamente. Con esto, en términos consolidados la liquidez subió desde 140 a 1,88 veces, debido a la expansión más que proporcional del activo corriente, respecto a los exigibles de corto plazo. Adicionalmente, la liquidez inmediata incrementó desde 0,15 a 0,43 veces, acorde con el aumento más que proporcional de las disponibilidades más las inversiones temporales, respecto al pasivo corriente.

Del mismo modo, considerando el stock de inventarios, con elevada concentración en el Grupo Vázquez, con una participación del 58,36%, y en menor volumen en ITTI, con el 41,64%, el índice de prueba ácida ha aumentado de 1,17 a 1,80 veces, propiciado por la expansión del activo corriente y la reducción de los inventarios de ITTI y Ueno Holding.

En cuanto al patrimonio neto consolidado ha aumentado 18,28%, desde Gs. 719.159 millones en Dic22 hasta Gs. 850.620 millones en Dic23, propiciado por los mayores resultados obtenidos al término del ejercicio en la entidad controlante, con un aumento del 689,39%, hasta Gs. 194.013 millones, y en Ueno Bank, con un incremento del 114,37%, hasta Gs. 31.361 millones. Adicionalmente, las reservas incrementaron 26,98%, hasta Gs. 121.209 millones, propiciado por la constitución de mayores reservas legales por Ueno Bank en 42,05%, hasta Gs. 49.418 millones. Mientras que, los aportes a capitalizar bajaron 89,46%, hasta Gs. 6.332 millones, debido a la consolidación con una entidad financiera.

Con esto, el indicador de solvencia patrimonial bajó desde 0,19 en Dic22 a 0,15 veces en Dic23. Sin embargo, en lo que respecta al endeudamiento, el apalancamiento se ha incrementado desde 4,14 a 5,54 veces, mientras que el apalancamiento financiero disminuyó ligeramente de 6,78 a 6,65 veces entre Dic22 y Dic23. Este crecimiento del financiamiento derivó en un mayor nivel de sus actividades de inversión en empresas relacionadas, que también registraron un incremento, en línea con su modelo de negocios.

En lo que respecta a las ventas totales consolidadas, aumentaron 22,75%, desde Gs. 1.015.143 millones hasta Gs. 1.246.137 millones, propiciado por la expansión de los ingresos del Grupo Vázquez, en 130,89% hasta Gs. 500.002 millones, explicados principalmente por los ingresos por valuación de inversiones en su empresa relacionada U Holdings S.a.r.l., y el aumento de los ingresos provenientes de Ueno Bank en 50,41%, hasta Gs. 345.816 millones.

Considerado la reducción de los costos ventas consolidados en 12,28%, hasta Gs. 489.662 millones, y el aumento de gastos operacionales consolidados en 36,51%, hasta Gs. 290.912 millones. Con ello, la utilidad operacional ha incrementado 90,93%, hasta Gs. 465.563 millones, derivando en el aumento del margen operacional de 24,02% en Dic22 a 37,36% en Dic23. Con esto, la utilidad neta consolidada aumentó 171,92%, hasta Gs. 295.098 millones, complementado con un mayor margen neto desde 10,69% a 23,68%. Por tanto, el indicador de rentabilidad del capital (ROE) se ha incrementado de forma importante desde 15,09% a 34,69%, y la rentabilidad sobre el activo (ROA) ascendió desde 2,94% hasta 5,30%.

## 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 GRUPO VÁZQUEZ S.A.E. se ha sometido al proceso de calificación en cumplimiento a los requisitos del marco normativo, y en virtud de lo que establece la Ley N.º 3.899/09 y de la Resolución CNV CG N° 35/23 de la 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 el PEG G3.

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

**Fecha de calificación:** 4 de Junio de 2024

**Fecha de Publicación:** 6 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](mailto:info@syr.com.py)**

GRUPO VÁZQUEZ S.A.E.	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° 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 Grupo Vázquez S.A.E. por lo cual SOLVENTA&RISKMÉTRICA no garantiza la veracidad de dichos datos ni se hace responsable por errores u omisiones que los mismos pudieran contener. Asimismo, está basada en los Estados Económicos, Patrimoniales y Financieros auditados al 31 de Diciembre de 2023 por la firma CYCE CONSULTORES Y CONTADORES DE EMPRESAS.

**Más información sobre esta calificación en:**

[www.syr.com.py](http://www.syr.com.py)

Calificación aprobada por: <b>Comité de Calificación Solventa &amp; Riskmétrica S.A.</b>	Informe elaborado por: <b>Econ. Ruth Giménez Analista de Riesgos</b> rgiminez@syr.com.py
---	--