

	Dic. 2017	Dic. 2018
Solvencia	-	AA-py
Tendencia	-	Estable

\* Detalle de calificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes			
	2016	2017	Sep.18*
Margen operacional	10,3%	18,9%	20,1%
Margen Ebitda	36,3%	43,3%	41,5%
Endeudamiento total	0,8	0,6	1,1
Endeudamiento financiero	0,3	0,2	0,6
Ebitda / Gastos financieros	13,2	13,9	10,3
Ebitda / Gastos financieros netos	33,8	52,8	12,3
Deuda financiera / Ebitda	0,5	0,3	0,9
Deuda financiera neta / Ebitda	0,5	0,2	0,5
FCNO anual / Deuda Financiera	173,9%	267,3%	58,1%
Liquidez corriente	0,5	0,7	0,8

(\*) Indicadores anualizados donde corresponda

Perfil de Negocios: Satisfactorio					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición de mercado					
Diversificación de servicios					
Industria competitiva e Intensiva en Inversión					
Exposición a cambios regulatorios y tecnológicos					

Posición Financiera: Sólida					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad y generación de flujos					
Endeudamiento y coberturas					
Liquidez					

## Fundamentos

La calificación "AA-py" asignada a la solvencia y bonos de Núcleo S.A.E. (Núcleo) refleja su perfil de negocios "Satisfactorio" y su posición financiera "Sólida".

Núcleo entrega servicios de telecomunicaciones en Paraguay mediante su marca "Personal".

Su principal actividad son los servicios de transmisión de voz y datos móviles, representando un 94,4% de sus ingresos consolidados, a septiembre de 2018. Sin embargo, en los últimos períodos se han incorporado productos como TV Satelital y servicios financieros.

La compañía posee una participación relevante en el mercado de telecomunicaciones en Paraguay, posicionándose como el segundo mayor proveedor de telefonía móvil y el tercer mayor proveedor de televisión satelital.

La industria de las telecomunicaciones a nivel mundial es altamente competitiva, más allá de la relativa concentración del mercado paraguayo, con fuertes requerimientos de inversión y expuesta a cambios regulatorios y tecnológicos.

Al cierre de 2017, la compañía poseía 2.450.000 clientes de telefonía móvil, concentrados principalmente en personas naturales que adquieren los servicios de Voz y Datos Móviles.

Por otra parte, un 83,3% de los clientes de la compañía poseen productos del tipo "Prepago", lo que genera menores necesidades de capital de trabajo y requiere menores estructuras de seguimiento y cobranza, pero que implica relevantes desafíos comerciales.

En los últimos 5 años, la compañía presenta un crecimiento promedio anual de sus ingresos de 3,5% y de 1,4% en número de clientes, manteniendo un margen Ebitda relativamente estable.

Al 30 de septiembre de 2018, los ingresos de la compañía fueron de Gs\$ 847.520 millones, un 14,8% más que el mismo período del año

anterior. A la misma fecha, el Ebitda fue de Gs\$ 351.565 millones, lo que implicó un margen de 41,5%.

La alta y estable capacidad de generación operacional le ha permitido financiar de manera conservadora los altos requerimientos de inversión inherentes a la industria.

En enero de 2018, la compañía se adjudicó dos bloques del espectro de 700 MHz, inversión que financió con recursos propios y deuda financiera.

A septiembre de 2018, la deuda financiera de Núcleo alcanzó Gs\$ 370.179, con un indicador de endeudamiento financiero de 0,6 veces e indicadores de cobertura de deuda financiera neta sobre Ebitda y de Ebitda sobre gastos financieros de 0,5 veces y 10,3 veces, respectivamente.

La liquidez de la compañía es evaluada como "Robusta", sustentada en caja y equivalentes por Gs\$ 159.622 millones, flujos operacionales por Gs\$ 215.086 millones -considerando 12 meses- e importantes disponibilidades de crédito, frente a vencimientos de deuda financiera por Gs\$ 65.000 millones.

Actualmente, la compañía se encuentra inscribiendo un programa de bonos por hasta Gs\$ 500.000 millones, que se destinarán para inversiones que amplíen su cobertura y cartera de servicios.

## Tendencia: Estable

ESCENARIO BASE: Considera la mantención de su política financiera y de flexibilidad de dividendos ante requerimientos de inversiones, financiándolos con una adecuada composición de deuda y recursos propios, con un indicador de cobertura de deuda financiera neta sobre Ebitda inferior a 1,0 veces.

ESCENARIO DE ALZA: Podría ocurrir producto de un incremento en los flujos operacionales en el mediano plazo, que implique indicadores de cobertura consistentemente bajo el escenario base.

ESCENARIO DE BAJA: Se estima poco probable, pero podría darse ante políticas financieras más agresivas.

### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

#### Factores Clave

- Relevante posición de mercado.
- Incremento en la diversificación de sus servicios y productos.
- Participación en una industria altamente competitiva e intensiva en inversiones.
- Exposición a cambios tecnológicos y regulatorios.

### POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA

#### Factores Clave

- Buena y estable capacidad de generación de flujos operacionales.
- Bajo nivel de endeudamiento, estructurado en el mediano plazo.
- Robusta posición de liquidez.

Analistas: Claudio Salin G.  
claudio.salin@feller-rate.cl  
(56) 22757-0463

Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

**PERFIL DE NEGOCIOS**

*Satisfactorio*

Núcleo S.A.E. (Núcleo) es una empresa constituida en el año 1998 para entregar servicios de telecomunicaciones en Paraguay, actividades que realiza mediante su marca "Personal".

**Propiedad**

*Núcleo S.A. es una empresa paraguaya cuyos accionistas son Telecom Argentina S.A., calificada "B+" en escala global, con un 67,5% de la propiedad y ABC Telecomunicaciones S.A., parte de un importante grupo de empresas familiar paraguayo, con el restante 32,5%.*

**Oferta de servicios con creciente diversificación**

Entre su mix de servicios, la principal actividad son los servicios de transmisión de voz y datos móviles. Sin embargo, en los últimos períodos ha crecido la importancia de productos como TV Satelital y servicios financieros.

— **VOZ Y DATOS:**

La principal actividad o línea de negocios de Núcleo S.A. es ofrecer servicios de voz y datos mediante telefonía móvil, representando en conjunto un 94,4% de los ingresos consolidados de la compañía, a septiembre de 2018.

En esta línea de negocios, la compañía se ha enfocado en atender a personas naturales, los que superan el 80% de los ingresos provenientes de este segmento. El restante porcentaje corresponde, principalmente, a contratos con empresas y a transacciones con relacionados por tráfico de datos internacional.

Por otra parte, un 83,3% de los clientes de la compañía poseen productos del tipo "Prepago", lo que genera menores necesidades de capital de trabajo y requiere menores estructuras de seguimiento y cobranza, pero que implica relevantes desafíos comerciales.

— **TELEVISIÓN SATELITAL:**

A partir del año 2014, luego de un acuerdo comercial con TuVes Paraguay S.A., empresa licenciada por CONATEL, Núcleo gestiona servicios de televisión satelital en el mercado paraguayo mediante su marca Personal TV.

Al cierre del mes de junio de 2017, Núcleo adquirió el restante porcentaje de propiedad en TuVes, pasando a controlar el 100% de la empresa.

Al 30 de septiembre de 2018, esta línea de negocios representaba un 4% de los ingresos consolidados de la compañía, presentando un fuerte crecimiento respecto del mismo período del año anterior.

— **SERVICIOS FINANCIEROS:**

En el año 2014, se constituyó la empresa "Personal Envíos S.A.", donde Núcleo S.A. posee un 97% de la propiedad. Esta empresa tiene como objeto la prestación de servicios financieros móviles en el territorio de Paraguay, bajo la supervisión del Banco Central del Paraguay, quién la autorizó el 30 de marzo de 2015, a funcionar como entidad de medio de pago electrónico.

Entre los servicios que realiza, destacan la transferencia de valores de manera móvil entre distintos puntos del país y el de "Billetera Electrónica".

Al 30 de septiembre de 2018, esta línea de negocios representó un 1,6% de los ingresos consolidados de la compañía.

Adicionalmente, durante el último tiempo, la compañía se ha enfocado en lanzar el servicio de "Internet Hogar" mediante la inversión en infraestructura y despliegue de un red de fibra óptica en las principales ciudades del Paraguay.

**Relevante posición de mercado**

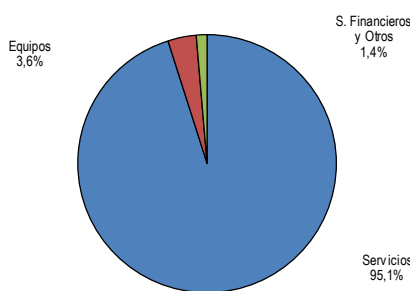
El mercado de servicios de telefonía móvil en Paraguay se encuentra concentrado, donde el mayor participante tiene cerca del 50% de los clientes.

Por su parte, Núcleo, al cierre de 2017, poseía más 2.450.000 clientes de Telefonía Móvil, lo que implicó posicionarse como el segundo mayor proveedor de estos servicios, con un 33,5% de los clientes en Paraguay.

Adicionalmente, en el servicio de TV Satelital, mediante su empresa TuVes, Núcleo posee un 10% del mercado paraguayo, posicionándose en el tercer lugar de relevancia.

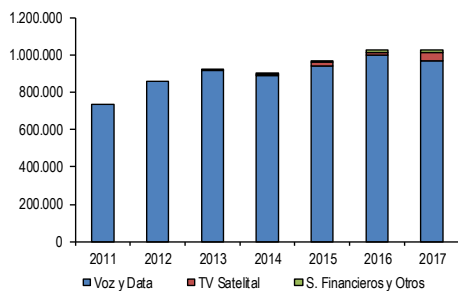
**Ingresos por Unidades de Negocios**

Diciembre de 2017



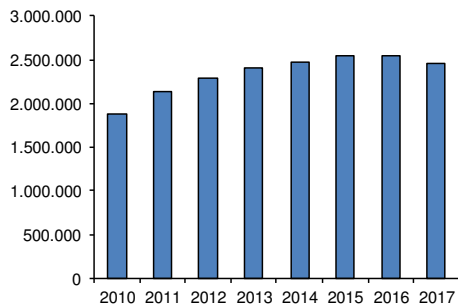
**Evolución de los Ingresos por Unidades de negocios**

Millones de Guaraníes



Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

Evolución del número de clientes telefonía



## Industria altamente competitiva e intensiva en inversiones

Debido a sus características intrínsecas, más allá de la relativa concentración de mercado que existe actualmente, la industria paraguaya de telecomunicaciones presenta un alto nivel de competitividad, presionando a las compañías a realizar esfuerzos comerciales y económicos para mantener sus posiciones competitivas y participaciones de mercado.

Por otra parte, las características de la industria exponen a las compañías incumbentes a realizar fuertes inversiones para mantener su competitividad, asociadas tanto a mantener la calidad y cobertura de sus redes, como a implementar nuevos productos y tecnologías explotables comercialmente y explorar las distintas áreas de desarrollo futuro.

En el caso de la telefonía móvil, la portabilidad numérica vigente desde 2012 y las tendencias internacionales de esta industria, impulsan al mercado paraguayo hacia la constante expansión tecnológica que les permita a los proveedores agregar valor a sus servicios de telefonía móvil, principalmente mediante servicios de internet y la disponibilidad de equipos con altas capacidades, por lo que los requerimientos de inversión hace que existan una mayor cantidad de empresas internacionales o con respaldo global compitiendo.

En el caso de los servicios de datos, la situación del mercado paraguayo es similar a los mercados internacionales, donde la penetración de los servicios móviles genera fuerte presión sobre los servicios tipo ADSL y vía cable módem, lo que obliga a los proveedores de servicios a incorporar tecnologías que le permita entregar mayores velocidades y ancho de banda.

Por su parte, la televisión satelital en Paraguay es un mercado competitivo, al que se le debe incorporar los efectos de la constante incorporación de sustitutos y nuevas tecnologías, en conjunto con consumidores más informados, que exigen mayores atributos y opciones.

## Marco Regulatorio en constante evolución

Una de las características relevantes de la industria de telecomunicaciones, a nivel global, es una evolución y cambio constante, el cual se ha traducido en regulaciones e instancias normativas que cambian y evolucionan con ella. Actualmente, estos cambios normativos apuntan principalmente a la calidad de servicio y mejoras tecnológicas.

La industria de telecomunicaciones paraguaya está supervisada por la Comisión Nacional de Telecomunicaciones (CONATEL), cuya responsabilidad es administrar y mantener el marco jurídico que considere los procesos tecnológicos y socioculturales, orientándose a la consecución de espacios, escenarios y oportunidades para lograr que las comunicaciones sean con la mayor eficacia y eficiencia desde la perspectiva de las telecomunicaciones.

Dentro de sus funciones, CONATEL fija y actualiza los topes de cargos de interconexión de los servicios de las redes de telefonía móvil celular, tarifas que han tenido una trayectoria a la baja en los últimos cambios.

Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

**POSICIÓN FINANCIERA** *Sólida*

**Resultados y márgenes**

*Alta y estable capacidad de generación operacional*

Debido a las características de competencia y desarrollo de la industria de telecomunicaciones, la evolución de los ingresos de Núcleo depende, principalmente, de la incorporación de nuevos servicios y productos, generando valor agregado para sus clientes.

En los últimos 5 años, la compañía presenta un crecimiento promedio anual de sus ingresos de 3,5% y de 1,4% en número de clientes.

Al 30 de septiembre de 2018, los ingresos de la compañía fueron de Gs\$ 847.520 millones, un 14,8% más que el mismo período del año anterior, asociado principalmente al crecimiento en los servicios proveídos.

A la misma fecha, el Ebitda fue de Gs\$ 351.365 millones, un 12,3% más que lo informado al mismo período del año anterior, lo que implicó un margen de 41,5%, levemente inferior al 42,4% a septiembre de 2018, pero por sobre el promedio de los últimos años.

Feller Rate espera que la incorporación de nuevos servicios y la rentabilización de las inversiones realizadas y por realizar, se traduzcan en mayores flujos operacionales para la compañía.

**Endeudamiento y flexibilidad financiera**

*Bajo nivel de endeudamiento, estructurado en el mediano plazo*

Producto de la buena y estable capacidad de generación operacional que ha presentado la compañía en los últimos períodos, reflejada en un indicador de Flujo de Caja Neto Operacional sobre Deuda Financiera promedio de 184% para los últimos 5 años, le ha permitido a la compañía financiar los altos requerimientos de inversión naturales a la industria y repartir importantes dividendos a sus accionistas, manteniendo un bajo nivel de deuda financiera, estructurada en el mediano plazo.

En enero de 2018, la compañía se adjudicó dos bloques del espectro de 700 MHz, inversión que financió con recursos propios y deuda financiera.

A septiembre de 2018, la compañía mantenía deuda financiera por Gs\$ 370.179 millones con bancos de la plaza local, donde el 82% son pasivos no corrientes. Esta deuda representa un fuerte crecimiento respecto de los Gs\$ 120.848 millones que presentó en septiembre de 2017, producto del financiamiento de las inversiones ya mencionas.

Lo anterior se reflejó en un indicador de endeudamiento financiero de 0,6 veces, superior a períodos anteriores.

Sin embargo, la mayor generación de Ebitda implicó que los indicadores de cobertura de deuda financiera neta sobre Ebitda y de Ebitda sobre gastos financieros, a la misma fecha, fueran de 0,5 veces y 10,3 veces, respectivamente, manteniéndose en rangos holgados para su categoría de calificación.

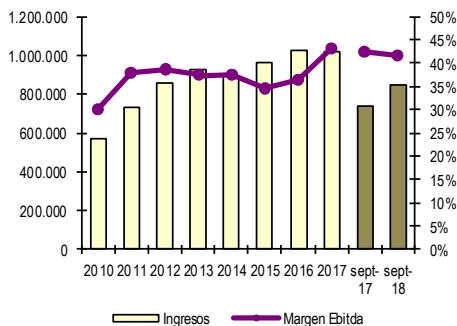
Feller Rate considera que la compañía mantendrá su política financiera y que, frente a mayores requerimientos de inversiones por la incorporación de nueva tecnología y servicios, continuará mostrando flexibilidad en su política de dividendos, enfocando el financiamiento de éstas con una adecuada composición de deuda y recursos propios, con un indicador de cobertura de deuda financiera neta sobre Ebitda inferior a 1,0 veces.

**Liquidez: Robusta**

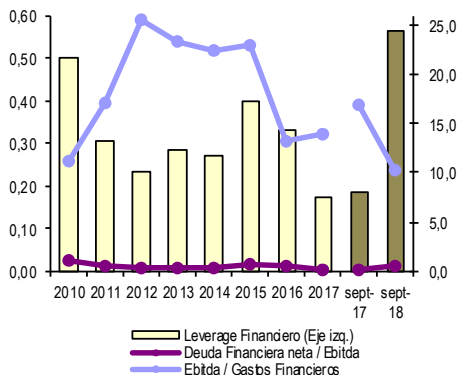
La compañía mantiene una posición de liquidez calificada como "Robusta" por Feller Rate, asociada a una posición de caja y equivalentes de Gs\$ 159.622 millones, el mantenimiento de amplias líneas de crédito disponibles y un alto y estable flujo de caja neto operacional, el que, considerando 12 meses a septiembre de 2018, alcanzaba los Gs\$ 215.086 millones.

**Evolución de los Ingresos y Márgenes**

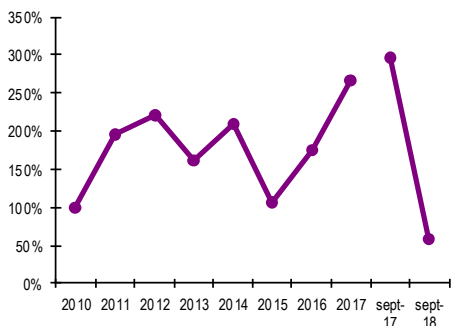
*Cifras en millones de Guaraníes*



**Evolución del Endeudamiento bancario e Indicadores de Solvencia**



**Evolución Cobertura FCNO Sobre Deuda Financiera**



Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

Lo anterior, frente a vencimientos de deuda financiera por Gs\$ 65.000 millones y un reparto de dividendos históricamente exigente, pero que ha mostrado flexibilidad ante el requerimiento de inversiones de la compañía.

### Características principales del primer programa de emisión global de bonos corporativos

Núcleo S.A.E. ha aprobado el Programa de Emisión Global G1 por hasta Gs\$ 500.000 millones, con un plazo de vencimiento desde 365 días a 3650 días (10 años).

Con los fondos a percibir en esta emisión serán destinados para la inversión en infraestructura y despliegue de red de fibra óptica directo al hogar en las principales ciudades del Paraguay.

El programa contempla la emisión de varias series a ser definidas con sus respectivas tasas de intereses, con pagos de capital más intereses a ser definidos en cada serie.

**Diciembre 2018**

Solvencia	AA-py
Bonos	AA-py
Tendencia	Estable

### Resumen Financiero

Millones de Guaraníes

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Sept. 2018
Ingresos por Venta	860.138	924.992	892.418	967.784	1.024.719	1.018.431	847.520
Ebitda <sup>1)</sup>	331.925	346.712	336.249	333.224	371.984	440.978	351.565
Resultado Operacional	178.569	167.815	132.372	112.803	105.983	192.839	170.439
Ingresos Financieros	7.792	7.286	5.410	18.180	17.280	23.375	2.758
Gastos Financieros	-13.041	-14.847	-14.976	-14.519	-28.275	-31.726	-19.046
Utilidad del Ejercicio	142.361	126.937	96.170	53.399	35.563	102.118	88.240
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO)	277.929	269.911	337.560	243.458	353.037	324.417	149.568
Inversiones netas	-158.592	-238.989	-174.044	-282.266	-290.077	-187.033	-142.926
Flujo de Caja Operacional Neto Inversiones	119.337	30.922	163.516	-38.808	62.960	137.384	6.642
Dividendos pagados	-70.000	-80.000	-90.000	-66.456	-3.544	-40.000	-115.000
Variación de capital patrimonial	0	0	0	0	0	0	0
Variación deuda financiera	-29.191	27.569	-21.804	55.624	-50.891	-95.482	231.452
Flujo Caja Neto del Ejercicio	20.146	-20.930	52.041	-47.794	8.670	531	129.402
Caja Inicial	17.557	37.703	16.772	68.813	21.019	29.689	30.220
Caja Final	37.703	16.773	68.813	21.019	29.689	30.220	159.622
Caja y equivalentes	37.703	16.772	68.813	21.019	29.689	30.220	159.622
Cuentas por Cobrar Clientes	49.462	72.512	79.414	151.850	164.272	64.913	62.429
Inventario	18.008	28.747	29.243	47.926	21.667	7.907	28.060
Deuda Financiera	125.961	167.323	160.495	230.664	203.032	121.372	370.179
Activos Totales	846.911	951.886	1.013.926	1.137.362	1.100.963	1.097.742	1.368.370
Pasivos Totales	306.997	365.035	420.815	560.852	488.910	402.215	710.782
Patrimonio + Interés Minoritario	539.914	586.851	593.111	576.510	612.073	695.526	657.588

1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

### Principales Indicadores

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Sept. 2018
Margen Bruto	78,2%	73,7%	70,1%	66,4%	62,6%	71,4%	71,8%
Margen Operacional (%)	20,8%	18,1%	14,8%	11,7%	10,3%	18,9%	20,1%
Margen Ebitda (%)	38,6%	37,5%	37,7%	34,4%	36,3%	43,3%	41,5%
Rentabilidad Patrimonial (%)	26,4%	21,6%	16,2%	9,3%	5,8%	14,7%	9,8%
Costos / Vtas.	21,8%	26,3%	29,9%	33,6%	37,4%	28,6%	28,2%
GAV / Vtas.	57,4%	55,6%	55,2%	54,8%	52,3%	52,5%	51,6%
Días de Cobro	21,0	28,6	32,5	57,3	58,5	23,3	20,2
Días de Inventario	35,0	43,1	40,0	53,8	20,6	9,9	33,0
Días de Pago	227,8	193,9	248,8	276,4	191,7	230,6	307,2
Endeudamiento Total (vc)	0,6	0,6	0,7	1,0	0,8	0,6	1,1
Endeudamiento Financiero(vc)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,6
Endeudamiento Financiero Neto(vc)	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3	0,1	0,3
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	0,4	0,5	0,5	0,7	0,5	0,3	0,9
Deuda Financ. Neta / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	0,3	0,4	0,3	0,6	0,5	0,2	0,5
Ebitda (1) / Gastos Financieros(vc)	25,5	23,4	22,5	23,0	13,2	13,9	10,3
FCNO / Deuda Financiera (%)	220,6%	161,3%	210,3%	105,5%	173,9%	267,3%	58,1%
FCNO / Deuda Financiera Neta (%)	314,9%	179,3%	368,2%	116,1%	203,7%	355,9%	102,2%
Liquidez Corriente (vc)	0,6	0,7	0,7	0,4	0,5	0,7	0,8

(\*) Indicadores anualizados donde corresponda.

### Características de los instrumentos

#### Emisión de Bonos Corporativos

#### Programa G1

Valor total de la emisión	500.000 millones de Guaraníes
Fecha de registro	En Proceso
Covenants	No Contempla
Plazo de vencimiento	desde 365 días a 3.650
Conversión	No Contempla
Resguardos	No Contempla
Garantía	Quirográfica

## Nomenclatura de Calificación

### Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda de Largo Plazo

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría 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 BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes

A las categorías antes señaladas Feller Rate agregará el sufijo "py" para indicar que la calificación pertenece a la escala nacional de Paraguay. Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre "AA" y "B", la clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

### Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 2 (N-2): 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.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para calificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con calificaciones en "Nivel 1", Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con calificación desde "Nivel 1" hasta "Nivel 3" se consideran como "grado inversión"; al tiempo que los calificados en "Nivel 4", como "no grado inversión" o "grado especulativo".

### Acciones

- Categoría I: Títulos accionarios cuyo emisor presenta el más alto nivel de solvencia y muy buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría II: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un alto nivel de solvencia y buena capacidad de generación de utilidades.
- Categoría III: Títulos accionarios cuyo emisor presenta un buen nivel de solvencia y aceptable capacidad de generación de utilidades.
- Categoría IV: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una solvencia ligeramente inferior al nivel de la Categoría III y débil capacidad de generación de utilidades.
- Categoría V: Títulos accionarios cuyo emisor presenta una débil situación de solvencia e incierta capacidad de generación de utilidades.
- Categoría VI: Títulos accionarios cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación, es decir, sin información suficiente.



## Tendencia

Feller Rate asigna "Tendencia" de la calificación como una opinión sobre el comportamiento de la calificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, la tendencia no implica necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa.

- FUERTE (+): La calificación puede subir.
- ESTABLE: La calificación probablemente no cambie.
- SENSIBLE (-): La calificación puede bajar.

## Creditwatch

Un "Creditwatch" señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una calificación aparece en "Creditwatch" cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose, por tanto, de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente. El que una calificación se encuentre en "Creditwatch" no significa que su modificación sea inevitable.

Las calificaciones colocadas en "Creditwatch" pueden tener una calificación "Fuerte (+)" o "Sensible (-)". La designación "Fuerte (+)" significa que la calificación puede subir y "Sensible (-)" que puede bajar.

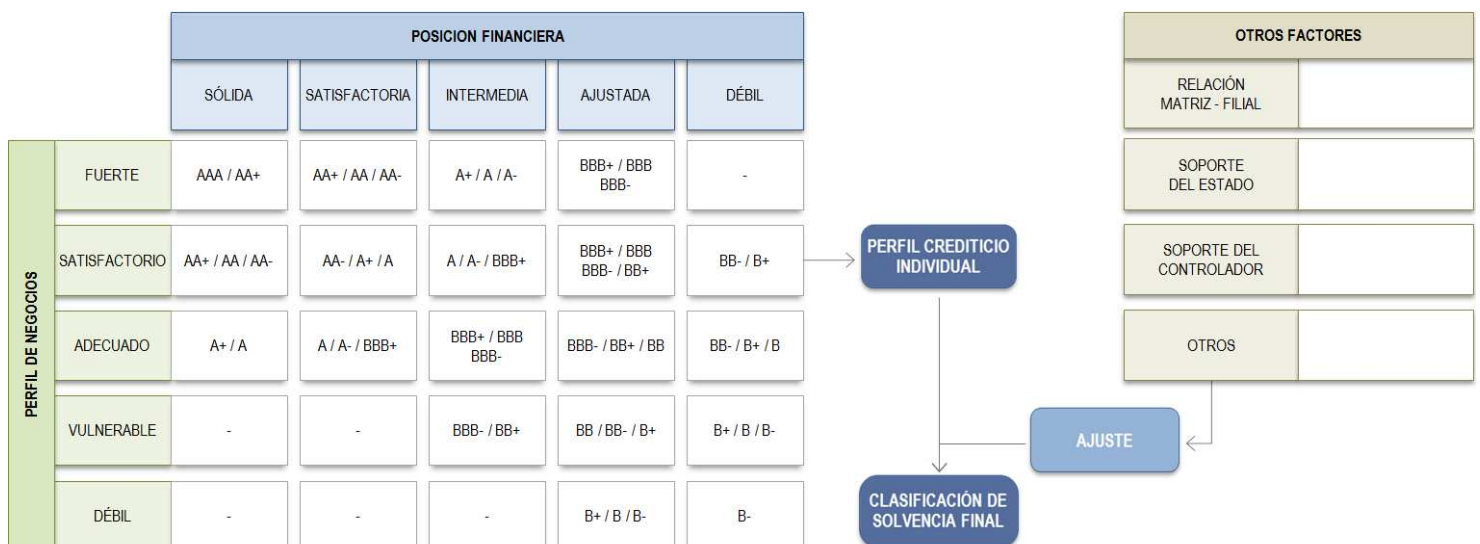
- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

## Descriptor de Liquidez

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

## Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Calificación Final

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocios y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar. Pueden existir factores o coyunturas que impliquen desviaciones, en un sentido u otro, desde las categorías indicadas por la matriz.



## Se informa lo siguiente:

Fecha de calificación: 28 de diciembre de 2018.

Tipo de reporte: Nuevo Instrumento

Estados Financieros referidos al 30.09.2018.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

[www.feller-rate.com.py](http://www.feller-rate.com.py)

Av. Brasilia 236 c/José Berges, Asunción, Paraguay

Tel: (595) 21 200633 // Fax: (595) 21 200633 // Email: [info@feller-rate.com.py](mailto:info@feller-rate.com.py)

Entidad	Calificación Local	
Núcleo S.A.E.	Solvencia	AA-py
	Bonos PEG G1	AA-Py
	Tendencia	Estable

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.

Mayor información sobre esta calificación en:

➤ [www.feller-rate.com.py](http://www.feller-rate.com.py)

## Metodología y procedimiento de calificación

La metodología de calificación para corporaciones está disponible en <http://www.feller-rate.com.py/docs/pymetcorpo.pdf>

En tanto, el procedimiento de calificación podrá encontrarlo en <http://www.feller-rate.com.py/docs/pyproceso.pdf>

## Nomenclatura

AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. Para mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación visite <http://www.feller-rate.com.py/gp/nomenclatura2.asp>

## Descripción general de la información empleada en el proceso de calificación

La evaluación practicada por Feller Rate se realizó sobre la base de un análisis de la información pública de la compañía y de aquella provista voluntariamente por ella. Específicamente, en este caso se consideró la siguiente información:

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

También incluyó reuniones con la administración superior. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.

*Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información.*

*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. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión Nacional de Valores o al Banco Central del Paraguay, y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.*