

	Dic. 2018	Dic. 2019
Solvencia	AA-py	AA-py
Tendencia	Estable	Estable

(* Detalle de calificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes			
	2017	2018	Sep.19*
Margen operacional	18,9%	21,9%	16,9%
Margen Ebitda Aj.	43,3%	41,8%	37,9%
Endeudamiento total	0,6	1,0	1,4
Endeudamiento financiero	0,2	0,5	0,7
Ebitda Aj. / Gastos financieros	31,6	17,5	18,8
Ebitda Aj. / Gastos financieros netos	61,1	22,5	26,2
Deuda financiera Aj. / Ebitda Aj.	0,3	0,7	1,0
Deuda financiera neta Aj. / Ebitda Aj.	0,2	0,4	0,7
FCNO anual / Deuda Financiera Aj.	267,3%	98,3%	105,4%
Liquidez corriente	0,7	0,7	0,5

(*) Indicadores anualizados donde corresponda.

(**) Definiciones en Anexo.

Perfil de Negocios: Satisfactorio					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	
				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	
				Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					■
Generación de flujos					■
Endeudamiento				■	
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".

La compañía 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 91,9% de sus ingresos consolidados, a septiembre de 2019. Sin embargo, en los últimos períodos se han incorporado productos como TV Satelital, servicios financieros e internet hogar con tecnología FTTH.

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 2018, la compañía poseía cerca de 2.400.000 clientes de telefonía móvil, concentrados principalmente en personas naturales que adquieren los servicios de Voz y Datos Móviles.

Por otra parte, un 83% 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.

Al 30 de septiembre de 2019, los ingresos de la compañía registraron un crecimiento anual de un 5,4%, alcanzando los Gs\$ 893.041 millones. A igual periodo, el margen Ebitda ajustado fue de un 37,9%, lo que considera mayores costos en promoción, el incremento en los pagos al regulador y un aumento en los gastos de mantenimiento.

La alta y estable capacidad de generación operacional le ha permitido financiar, de

manera conservadora, los altos requerimientos de inversión inherentes a la industria.

Durante marzo de 2019, Núcleo realizó la emisión de las series de bonos 1 y 2, por un monto de Gs\$ 120.000 millones y Gs\$ 30.000 millones, respectivamente. Los fondos recaudados fueron destinados al refinanciamiento de pasivos financieros y a solventar el plan de inversiones en curso, el que considera principalmente la inversión en infraestructura y el despliegue de red de fibra óptica directo al hogar en las principales ciudades del Paraguay.

Al tercer trimestre de 2019, la deuda financiera ajustada de la entidad alcanzaba Gs\$ 454.209 millones, con un indicador de endeudamiento financiero de 0,7 veces e índices de cobertura de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado y de Ebitda ajustado sobre gastos financieros de 0,7 veces y 18,8 veces, respectivamente.

La liquidez de la compañía es evaluada "Robusta", sustentada en caja y equivalentes por Gs\$ 107.166 millones, flujos operacionales por Gs\$ 478.681 millones -considerando 12 meses- e importantes disponibilidades de crédito, frente a vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por Gs\$ 53.468 millones.

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 o un deterioro en las condiciones de mercado por sobre las esperadas en el escenario base.

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: Esteban Sánchez C.
esteban.sanchez@feller-rate.cl
(56) 22757-0482
Claudio Salin G.
claudio.salin@feller-rate.cl
(56) 22757-0463

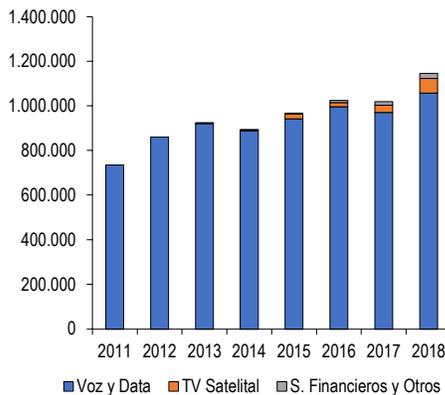
Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

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%.

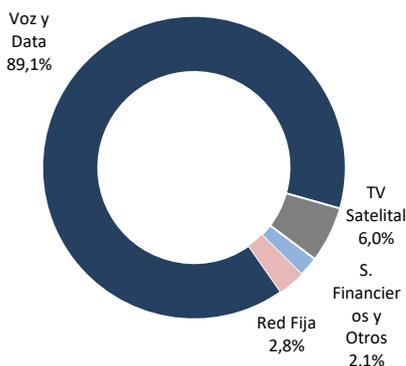
Evolución de los ingresos por unidades de negocios

Millones de Guaraníes



Ingresos por unidades de negocios

Septiembre de 2019



PERFIL DE NEGOCIOS

Satisfactorio

➤ Núcleo S.A.E. (Núcleo), constituida en el año 1998, nace con el objeto de participar del proceso de Licitación Pública Internacional (LPI) del año 1997 realizada por la Comisión Nacional de Telecomunicaciones (CONATEL), para la adjudicación de la licencia para la instalación y explotación del Servicio de Telefonía Móvil Celular (STMC) en la banda de 850 MHz. De esta forma, las operaciones comerciales de la compañía comenzaron en el año 1998, convirtiéndose en la primera red digital del Paraguay.

➤ En el año 2004, la entidad se convirtió en la primera red GSM del país. Asimismo, fue la primera red nacional con tecnología 4G/LTE en el año 2015.

➤ En abril de 2018, Núcleo adquirió el 70% del capital accionario de Tuves Paraguay S.A., sociedad que presta servicios de distribución de señales de audio y televisión dirigidas al hogar (DTH), operando bajo la denominación de Personal TV.

Al respecto, en septiembre de 2019, previa autorización de la CONATEL, la entidad hizo efectiva la adquisición del 30% restante de la propiedad de Tuves Paraguay, por la suma de US\$ 1 millón.

➤ De forma adicional, a través de Personal Envíos S.A., la compañía brinda servicios financieros móviles. La entidad se encuentra autorizada por el Banco Central del Paraguay a operar como entidad de medio de pago electrónico.

Oferta de servicios con creciente diversificación

➤ La compañía estructura su mix de servicios en tres grandes segmentos: Servicios Móviles; Servicios TV; y Servicios Financieros Móviles, siendo el primero el negocio de mayor importancia relativa. No obstante, cabe destacar que en los últimos periodos la participación en términos de ingresos del resto de las líneas de negocios ha evidenciado un lento pero gradual crecimiento.

— SERVICIOS MÓVILES:

➤ La principal línea de negocios de Núcleo es ofrecer servicios de voz y datos mediante telefonía móvil, representando en conjunto un 96,2% promedio de los ingresos entre los años 2014 y 2018. A septiembre de 2019, dicha actividad representó un 89,1% de los ingresos consolidados de la compañía.

➤ 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% 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.

— RED FIJA:

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

➤ Dicha línea de negocios representó, al tercer trimestre de 2019, un 2,8% de los ingresos consolidados (0,2% a diciembre de 2018).

— SERVICIOS TV:

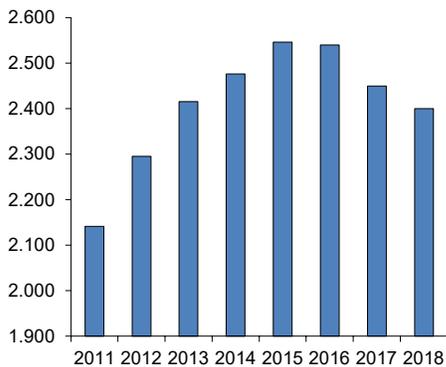
➤ A partir del año 2014, luego de un acuerdo comercial con Tuves Paraguay S.A., empresa licenciada por CONATEL, Núcleo gestiona servicios de televisión satelital en el mercado paraguayo mediante su marca Personal TV.

➤ En los últimos años, esta línea de negocios ha mostrado un fuerte crecimiento, pasando de representar un 0,5% de los ingresos consolidados en 2014, hasta un 5,8% al cierre de 2018. En tanto, al 30 de septiembre de 2019, representó un 6,0%.

Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

Evolución del número de clientes telefonía

Cifras en miles de clientes



— SERVICIOS FINANCIEROS MÓVILES:

- 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 tercer trimestre de 2019, esta línea de negocios representó un 2,1% de los ingresos consolidados de la compañía, lo que se compara positivamente con el 1,3% promedio que representó en los últimos años.

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, al cierre de 2018, Núcleo poseía más de 2.400.000 clientes de Telefonía Móvil, lo que implicó posicionarse como el segundo mayor proveedor de estos servicios, con un 32,1% de los clientes en Paraguay.
- Adicionalmente, en el servicio de TV Satelital, mediante su empresa Tuves, Núcleo posee cerca de un 10% del mercado paraguayo, posicionándose en el tercer lugar de relevancia.
- Finalmente, mediante Personal Envíos, la entidad mantiene un 13% de la participación de mercado, destacando la positiva evolución respecto del año anterior (10% de participación de mercado).

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.

Al respecto, en mayo de 2018, Núcleo comenzó a brindar servicios de banda ancha al hogar a través de fibra óptica. Ello, le permitió evidenciar velocidades promedio superiores a los 50 Mbps, convirtiendo al Paraguay en el país que más creció en términos de rendimiento durante el año 2018.

- 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.

En este segmento destaca la incorporación del producto denominado "Flow", el que integra el servicio de TV lineal con internet, permitiendo ver televisión, películas y series en cualquier dispositivo, momento y lugar.

Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

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.
- En enero del año 2018, la CONATEL realizó la Subasta Simultánea Ascendente de siete subbandas de espectro radioeléctrico de 700 MHz, de las cuales dos fueron adjudicadas a Núcleo, por un monto de US\$ 24 millones.
- En marzo de igual año, el ente regulador emitió dos resoluciones (457 y 458), mediante las cuales se renovaron las licencias de los servicios PCS y STMC. La renovación fue por un plazo de cinco años y consideró la imposición de obligaciones regulatorias de ampliación de cobertura.

Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

POSICIÓN FINANCIERA

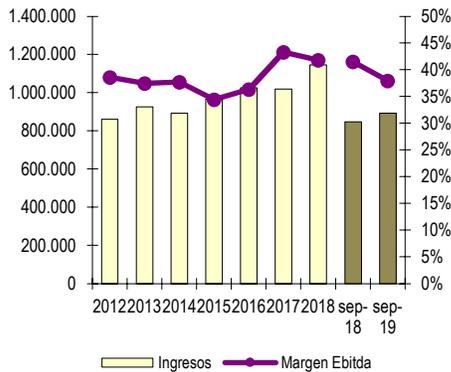
Sólida

Resultados y márgenes

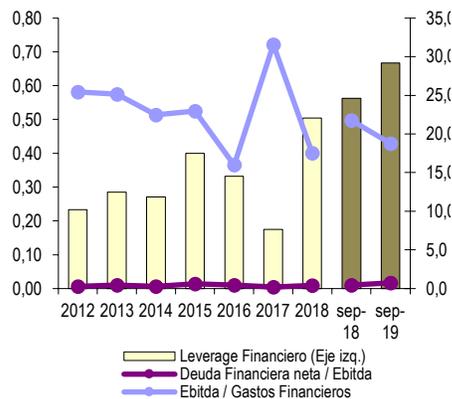
Alta y estable capacidad de generación operacional

Evolución de los ingresos y márgenes

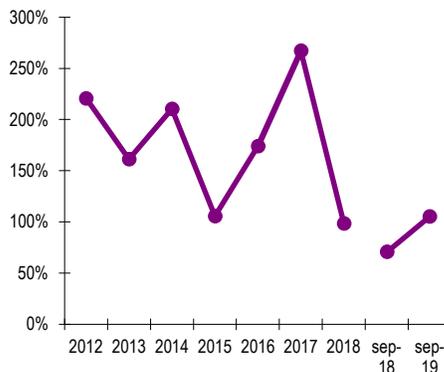
Cifras en millones de Guaraníes



Evolución del endeudamiento bancario e indicadores de solvencia



Evolución cobertura FCNO sobre Deuda Financiera



- 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.
- Desde el año 2010, la compañía presenta un crecimiento promedio anual de sus ingresos de un 9,6% y de un 3,3% en número de clientes.
- A diciembre de 2018, los ingresos de la compañía fueron de Gs\$ 1.144.956 millones, un 12,4% mayor que el mismo período del año anterior, asociado principalmente al crecimiento en los servicios proveídos.
- A igual fecha, los mayores costos, asociados principalmente a un mayor gasto en equipos y publicidad, resultaron en una generación de Ebitda de Gs\$ 478.925 millones, esto es, un 8,6% por sobre lo registrado al cierre de 2017. De esta manera, el margen Ebitda alcanzó un 41,8%, cifra inferior al 43,3% evidenciado a diciembre de 2017, pero por sobre lo registrado entre 2009 y 2016.
- A septiembre de 2019, los ingresos consolidados de Núcleo alcanzaron los Gs\$ 893.041 millones, registrando un crecimiento anual de un 5,4%. Sin embargo, el plan estratégico de la compañía ha redundado en una estructura de costos más pesada, producto mayoritariamente de mayores costos en promoción, el incremento en los pagos al regulador y mayores gastos en mantenimiento.
- En línea con lo anterior, al tercer trimestre de 2019, la compañía exhibió un margen Ebitda ajustado (sin considera los efectos de la implementación de la IFRS 16) de un 37,9%, lo que, si bien se encuentra por debajo del 41,5% registrado a septiembre del año anterior, se encuentra en línea con el promedio de los últimos años.
- Por otro lado, la alta y estable capacidad de generación de flujos le ha permitido a Núcleo mantener una sólida capacidad de pago (medida a través del indicador: flujo de caja neto operacional (FCNO) sobre deuda financiera), alcanzando un promedio de un 171% en los últimos años (105% a septiembre de 2019).
- 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

- La buena y estable capacidad de generación operacional que ha presentado la compañía le ha permitido 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.
- Durante marzo de 2019, Núcleo realizó la emisión de las Series de bonos 1 y 2, por un monto de Gs\$ 120.000 millones y Gs\$ 30.000 millones, respectivamente. Los fondos recaudados fueron destinados al refinanciamiento de pasivos financieros de corto plazo y a solventar el plan de inversiones en curso, el que considera principalmente inversión en infraestructura y despliegue de red de fibra óptica directo al hogar en las principales ciudades del Paraguay.
- De esta manera, a septiembre de 2019, la deuda financiera alcanzaba los Gs\$ 454.209 millones, esto es, un 22,7% mayor que lo registrado a igual período del año anterior. Lo anterior, resultó en un indicador de endeudamiento financiero de 0,7 veces, superior a periodos anteriores.
- Respecto de los indicadores de cobertura, el mayor nivel de endeudamiento y la menor generación de Ebitda mencionada anteriormente, resultaron en un índice de cobertura de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado y de Ebitda ajustado sobre gastos financieros de 0,7 veces y 18,8 veces, respectivamente, manteniéndose en rangos acorde con la categoría de calificación actual.

Solvencia	AA-py
Tendencia	Estable

- 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, manteniendo un indicador de cobertura de deuda financiera neta sobre Ebitda ajustado inferior a la 1,0 vez.

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\$ 107.166 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 2019, alcanzaba los Gs\$ 478.681 millones.
- Lo anterior, frente a vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por Gs\$ 53.468 millones y un reparto de dividendos históricamente exigente, pero que ha mostrado flexibilidad ante el requerimiento de inversiones de la compañía.

Solvencia	Diciembre 2018	Diciembre 2019
Bonos	AA-py	AA-py
Tendencia	Estable	Estable

Resumen Financiero

Millones de Guaraníes

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Sept. 2018	Sept. 2019
Ingresos por Venta	860.138	924.992	892.418	967.784	1.024.719	1.018.431	1.144.956	847.520	893.041
Ebitda Ajustado ⁽¹⁾ ⁽²⁾	331.925	346.712	336.249	333.224	371.984	440.978	478.925	351.565	338.869
Resultado Operacional	178.569	167.815	132.372	112.803	105.983	192.839	250.230	170.439	151.240
Ingresos Financieros	1.624	2.936	4.196	6.203	9.301	6.739	6.068	3.940	4.951
Gastos Financieros Ajustados ⁽²⁾	-13.041	-13.793	-14.976	-14.519	-23.262	-13.961	-27.343	-19.046	-28.165
Utilidad del Ejercicio	142.361	126.937	96.170	53.399	35.563	102.118	135.361	88.240	71.638
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO)	277.929	269.911	337.560	243.458	353.037	324.417	349.075	196.023	325.629
Inversiones netas	-158.592	-238.989	-174.044	-282.266	-290.077	-187.033	-305.010	-187.690	-351.300
Flujo de Caja Operacional Neto Inversiones	119.337	30.922	163.516	-38.808	62.960	137.384	44.065	8.333	-25.671
Dividendos pagados	-70.000	-80.000	-90.000	-66.456	-3.544	-40.000	-115.000	-115.000	-90.000
Variación de capital patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Variación deuda financiera	-29.191	27.569	-21.804	55.624	-50.891	-95.482	203.966	229.761	71.368
Flujo Caja Neto del Ejercicio	20.146	-20.930	52.041	-47.794	8.670	531	140.296	129.402	-63.350
Caja Inicial	17.557	37.703	16.772	68.813	21.019	29.689	30.220	30.220	170.516
Caja Final	37.703	16.773	68.813	21.019	29.689	30.220	170.516	159.622	107.166
Caja y equivalentes	37.703	16.772	68.813	21.019	29.689	30.220	170.516	159.622	107.166
Cuentas por Cobrar Clientes	49.462	72.512	79.414	151.850	164.272	64.913	63.714	62.429	60.790
Inventario	18.008	28.747	29.243	47.926	21.667	7.907	14.588	28.060	34.578
Deuda Financiera	125.961	167.323	160.495	230.664	203.032	121.372	355.215	370.179	454.209
Activos Totales	846.911	951.886	1.013.926	1.137.362	1.100.963	1.097.742	1.424.434	1.368.370	1.645.079
Pasivos Totales	306.997	365.035	420.815	560.852	488.910	402.215	719.724	710.782	964.996
Patrimonio + Interés Minoritario	539.914	586.851	593.111	576.510	612.073	695.526	704.710	657.588	680.083

1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

2) No considera los ajustes asociados a la implementación de la IFRS 16.

Principales Indicadores

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Sept. 2018	Sept. 2019
Margen Bruto	78,2%	73,7%	70,1%	66,4%	62,6%	71,4%	73,6%	71,8%	70,0%
Margen Operacional (%)	20,8%	18,1%	14,8%	11,7%	10,3%	18,9%	21,9%	20,1%	16,9%
Margen Ebitda Ajustado (%)	38,6%	37,5%	37,7%	34,4%	36,3%	43,3%	41,8%	41,5%	37,9%
Rentabilidad Patrimonial (%)	26,4%	21,6%	16,2%	9,3%	5,8%	14,7%	19,2%	19,9%	17,5%
Costos / Vtas.	21,8%	26,3%	29,9%	33,6%	37,4%	28,6%	26,4%	28,2%	30,0%
GAV / Vtas.	57,4%	55,6%	55,2%	54,8%	52,3%	52,5%	51,8%	51,6%	53,1%
Días de Cobro	21,0	28,6	32,5	57,3	58,5	23,3	20,3	20,2	18,6
Días de Inventario	35,0	43,1	40,0	53,8	20,6	9,9	17,6	33,0	38,2
Días de Pago	227,8	193,9	248,8	276,4	191,7	230,6	334,3	307,2	335,9
Endeudamiento Total (vc)	0,6	0,6	0,7	1,0	0,8	0,6	1,0	1,1	1,4
Endeudamiento Financiero Ajustado (vc) ⁽¹⁾	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,5	0,6	0,7
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado (vc) ⁽¹⁾	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3	0,1	0,3	0,3	0,5
Deuda Financiera Aj. / Ebitda Aj. (vc) ⁽¹⁾	0,4	0,5	0,5	0,7	0,5	0,3	0,7	0,8	1,0
Deuda Financiera Neta Aj. / Ebitda Aj. (vc) ⁽¹⁾	0,3	0,4	0,3	0,6	0,5	0,2	0,4	0,4	0,7
Ebitda Aj. / Gastos Financieros Aj. (vc) ⁽¹⁾	25,5	25,1	22,5	23,0	16,0	31,6	17,5	21,8	18,8
FCNO / Deuda Financiera Aj. (%) ⁽¹⁾	220,6%	161,3%	210,3%	105,5%	173,9%	267,3%	98,3%	70,7%	105,4%
FCNO / Deuda Financiera Neta Aj. (%) ⁽¹⁾	314,9%	179,3%	368,2%	116,1%	203,7%	355,9%	189,0%	124,2%	137,9%
Liquidez Corriente (vc)	0,6	0,7	0,7	0,4	0,5	0,7	0,7	0,8	0,5

(*) Indicadores anualizados donde corresponda.

1) No considera los efectos asociados a la implementación de la IFRS 16.

Características de los instrumentos

Emisión de Bonos Corporativos

Programa G1

Valor total de la emisión	500.000 millones de Guaraníes
Fecha de registro	05.02.2019
Covenants	No Contempla
Plazo de vencimiento	desde 365 días a 3.650
Conversión	No Contempla
Resguardos	No Contempla
Garantía	Quirográfica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES

Serie 1

Serie 2

Al amparo del programa	PEG. G1	PEG. G1
Monto de la emisión	120.000 millones de Guaraníes	30.000 millones de Guaraníes
Fecha inicio de colocación	12.03.2019	28.03.2019
Plazo	1.826 días corridos.	1.825 días corridos.
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés	9,0%	9,0%
Amortización de Capital	Al vencimiento	Al vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla
Garantía	Quirográfica	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.

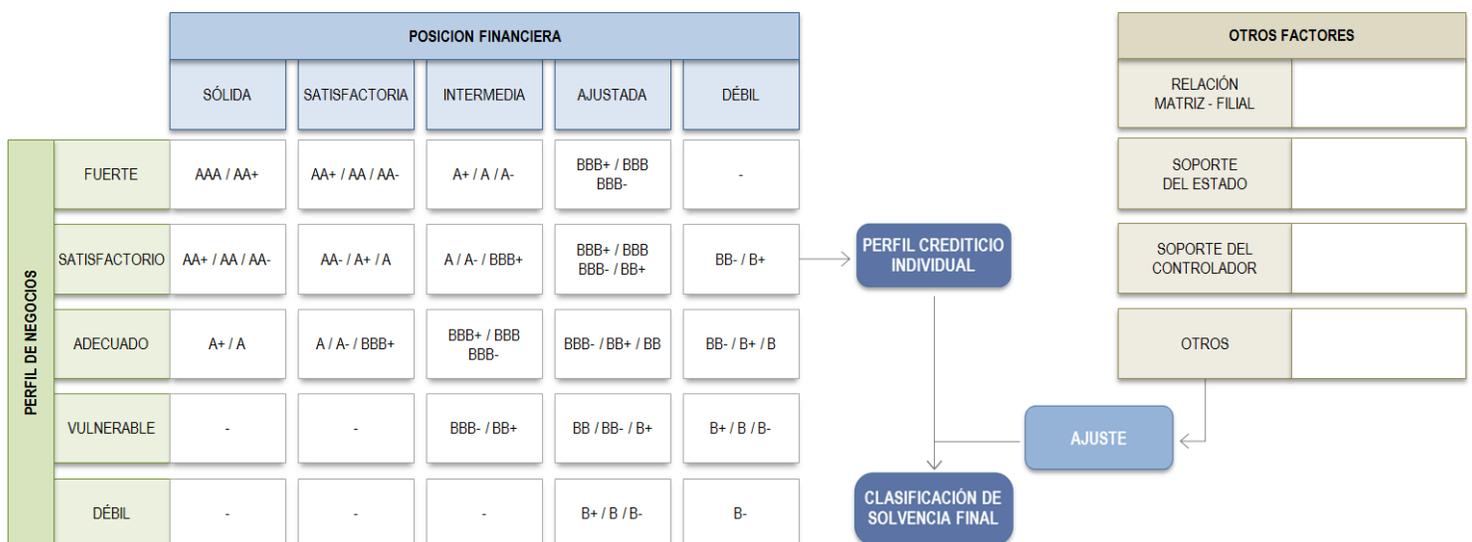
- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

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.



Conforme a las regulaciones vigentes de rigor, se informa lo siguiente:

Fecha de calificación: 30 de diciembre de 2019.

Tipo de reporte: Revisión anual.

Estados Financieros referidos al 30.09.2019.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

www.feller-rate.com.py

Av. Gral. Santos 487, Asunción, Paraguay

Tel: (595) 21 225485 // Fax: (595) 21 200633 // Email: 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

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.