

	Dic. 2019	Dic. 2020
Solvencia	AA-py	AA-py
Tendencia	Estable	Fuerte (+)

* Detalle de calificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes			
	2018	2019	Sep.20*
Margen operacional	15,9%	14,2%	16,5%
Margen Ebitda Aj.	35,9%	35,0%	39,4%
Endeudamiento total	1,0	1,2	1,4
Endeudamiento financiero	0,5	0,7	0,8
Endeudamiento financiero aj.	0,5	0,6	0,6
Ebitda Aj. / Gastos financieros aj.	15,0	11,2	11,6
Deuda financiera Aj. / Ebitda Aj.	0,9	1,0	1,0
Deuda financiera neta Aj. / Ebitda Aj.	0,4	0,9	0,7
FCNO anual / Deuda Financiera	98,3%	81,2%	91,3%
Liquidez corriente	0,7	0,4	0,4

(*) 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					

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

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 telefonía móvil (voz y datos), representando un 80,3% de sus ingresos consolidados, a septiembre de 2020. Sin embargo, en los últimos períodos se han incorporado productos como TV Satelital, servicios financieros e internet hogar con tecnología FTTH.

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 30 de septiembre de 2020, los ingresos de la compañía registraron un crecimiento anual de un 8,6%, alcanzando los Gs\$ 969.805 millones. A igual periodo, el margen Ebitda ajustado fue de un 39,4%, lo que considera la rentabilización de las inversiones realizadas recientemente y el plan de eficiencias implementado por la compañía.

La alta y estable capacidad de generación operacional le ha permitido financiar, de manera conservadora, los altos requerimientos de inversión inherentes a la industria. Es así como, durante marzo de 2020, Núcleo realizó la emisión de la Serie III de bonos, por un monto de Gs\$ 100.000 millones. Los fondos recaudados se destinarán, mayoritariamente, a la inversión en infraestructura y el despliegue de red de fibra óptica directo al hogar en las principales ciudades del Paraguay.

Consecuentemente, al tercer trimestre de 2020, la deuda financiera ajustada de la compañía (excluye los efectos asociados a la implementación de la IFRS 16) alcanzó los Gs\$ 471.464 millones, con un indicador de endeudamiento financiero ajustado de 0,6

veces.

La mayor generación de Ebitda ha compensado, en parte, el mayor nivel de endeudamiento, permitiendo a la entidad mantener sólidos indicadores de cobertura. En particular, a septiembre de 2020, Núcleo exhibía una razón de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado de 0,7 veces y una cobertura de gastos financieros ajustados de 11,6 veces.

La liquidez de la compañía es evaluada "Robusta", sustentada principalmente en altos recursos en caja y en su alta y estable capacidad de generación de fondos.

Tendencia: Fuerte (+)

El cambio de tendencia responde a la mayor inversión y diversificación de sus negocios que ha evidenciado Núcleo en los últimos periodos, sosteniéndose como un actor relevante en la industria de telecomunicaciones a nivel nacional.

Lo anterior, además, incorpora la mantención de una "Sólida" posición financiera, con una conservadora política de endeudamiento y con una alta y creciente capacidad de generación de fondos.

ESCENARIO DE ALZA: Considera que la entidad mantendrá su política financiera, potenciando la diversificación de sus negocios, lo que le permitiría un crecimiento en los flujos de la operación con sólidos indicadores de cobertura.

Feller Rate espera que la sociedad evidencie, de forma estructural, un indicador de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado inferior a la 1,0 vez.

ESCENARIO DE ESTABILIZACIÓN: Se podría dar ante políticas financieras más agresivas o ante condiciones de mercado menos favorables que las incorporadas en el escenario base.

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

Factores Clave

- Relevante posición de mercado en los principales segmentos de negocios en los que participa.
- 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

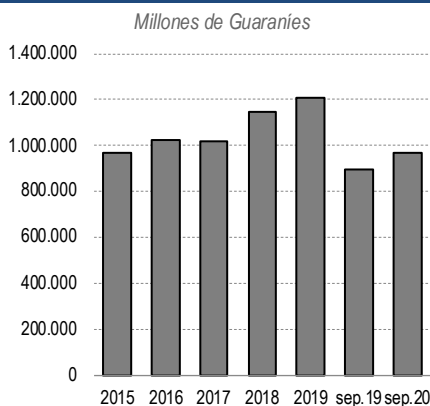
- Alta y estable capacidad de generación de flujos de la operación.
- Bajo nivel de endeudamiento, estructurado en el mediano plazo.
- Robusta posición de liquidez.

Solvencia	AA-py
Tendencia	Fuerte (+)

Propiedad

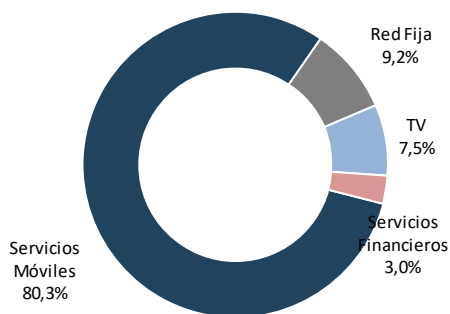
Núcleo S.A. es una empresa paraguaya cuyos accionistas son Telecom Argentina S.A., calificada "B-" en escala global, con un 67,5% de la propiedad y ABC Telecomunicaciones S.A., parte de un importante grupo de empresas familiar paraguayo, con el restante 32,5%.

Evolución de los ingresos consolidados



Ingresos por unidades de negocios

Noviembre de 2020



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.

Efectos de la propagación del brote COVID-19 mitigados por operar una actividad esencial

➤ Durante 2020 se evidenció un avance relevante en el brote del Coronavirus (COVID-19) a nivel global, ante lo cual las autoridades del Paraguay decretaron una serie de medidas orientadas a prevenir el contagio. Entre ellas se encuentran la declaración del Estado de Emergencia Sanitaria, cierre de fronteras, cancelación de operaciones de vuelos comerciales, suspensión de toda actividad social (pública o privada) que conlleve aglomeración de personas y el aislamiento social preventivo con desplazamientos restringidos a actividades indispensables, entre otros.

➤ Respecto de lo anterior, desde el inicio de las medidas, las actividades de telecomunicaciones, internet (fija y móvil) y servicios digitales fueron declaradas esenciales en la emergencia. Ante lo anterior, si bien al inicio de la pandemia Núcleo presentó dificultades de distinto tipo que ralentizaron las operaciones (aumento de tráfico de datos de internet en las redes, aumento de servicios de voz móvil y disminución de cobranza de servicios), ha podido operar con relativa normalidad y no ha visto afectado de forma relevante sus resultados.

➤ No obstante lo anterior, los efectos reales que tendrá el avance del virus sobre la actividad económica global y paraguaya son aún inciertos, por lo cual Feller Rate se mantendrá monitoreando la calidad crediticia de los usuarios de Núcleo, considerando que ante un debilitamiento se podría ver afectada la generación de flujos internos de la compañía.

➤ Por otro lado, según un estudio realizado por la Federación Latinoamericana de Bancos (FELEBAN), el COVID-19 incrementó la penetración de ciertos servicios digitales, en particular del uso de internet. En efecto, durante 2020, la penetración de internet en Paraguay alcanzó un 73,6%, lo que se compara positivamente con el 64,9% y 69,1% evidenciados en los años 2018 y 2019, respectivamente. Lo anterior, impulsado por la modalidad de teletrabajo.

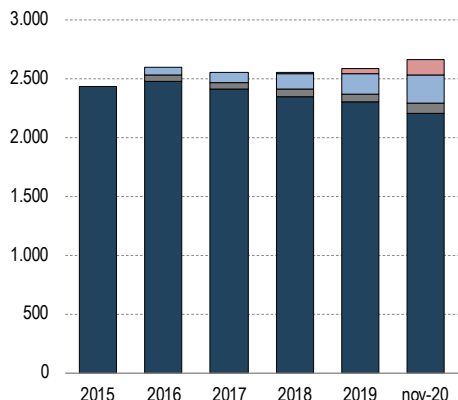
Oferta de servicios con creciente diversificación

➤ La compañía estructura su mix de servicios en cuatro grandes segmentos: Servicios Móviles; Red Fija; 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 gradual crecimiento.

Solvencia	AA-py
Tendencia	Fuerte (+)

Incremento en la cantidad de clientes asociado a nuevos negocios

Cifras en miles de clientes



— **SERVICIOS MÓVILES:**

- La principal línea de negocios de Núcleo es ofrecer servicios de voz y datos mediante telefonía móvil, negocio que a septiembre de 2020 representaba un 80,3% de los ingresos por servicios (excluye ingresos intercompañía).
- 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 2020, un 9,2% de los ingresos por servicios, lo que se compara positivamente con lo exhibido a diciembre de 2019 (3,7% de los ingresos por servicios).

— **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.
- Adicionalmente, esta línea de negocios incorpora los ingresos provenientes del producto denominado "Flow", el que integra servicio de TV lineal con internet.
- 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 6,8% al cierre de 2019. En tanto, al 30 de septiembre de 2020, representó un 7,5%.

— **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 2020, esta línea de negocios representó un 3,0% de los ingresos consolidados de la compañía, lo que se compara positivamente con el 2,1% registrado a septiembre de 2019.

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, a noviembre de 2020, Núcleo poseía más de 2.200.000 clientes de Telefonía Móvil, lo que implicó posicionarse como el segundo mayor proveedor de estos servicios, con aproximadamente un 30,0% de los clientes en Paraguay.
- Además, destaca la profundización en el negocio de Red Fija, donde la compañía alcanzaba a cerca de 131.000 clientes (8.000 clientes en 2018), lo que representa a cerca de un 28% del mercado nacional.
- 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 19% de la participación de mercado, destacando la positiva evolución respecto del año anterior (16% de participación de mercado).

Solvencia	AA-py
Tendencia	Fuerte (+)

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 posición de mercado, 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.

- 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.

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.
- Durante el año 2019, la compañía realizó el despliegue de red a fin de dar cumplimiento a las obligaciones de cobertura programadas en el marco de su licencia de servicios de telefonía móvil, internet y transmisión de datos en la banda de 700 MHz.

Respecto de lo anterior, el año estuvo marcado por un incremento en las dificultades para el despliegue de infraestructura debido a las regulaciones municipales, lo que hace necesario contar con una ley de despliegue de infraestructura que reglamente la instalación de torres y antenas para servicios de telecomunicaciones.

- Durante 2020, en el contexto de la resolución N° 2.178/16 de la CONATEL, la que estableció compromisos por parte de los prestadores de telefonía móvil a la hora de renovar sus

Solvencia	AA-py
Tendencia	Fuerte (+)

concesiones en la banda de 800 MHz, Núcleo prestó, de forma gratuita, paquetes corporativos a grupos cerrados.

- De esta forma, la compañía entregó un total de 4.154 líneas sin costo a los Ministerios de Justicia, de Trabajo, de Empleo y Seguridad Social, de la Mujer, de Defensa Pública, el Instituto de Previsión Social (IPS), el Instituto Paraguayo de Artesanía (IPA), el Hospital de Clínicas y la Cruz Roja de Paraguay.

Solvencia AA-py
Tendencia Fuerte (+)

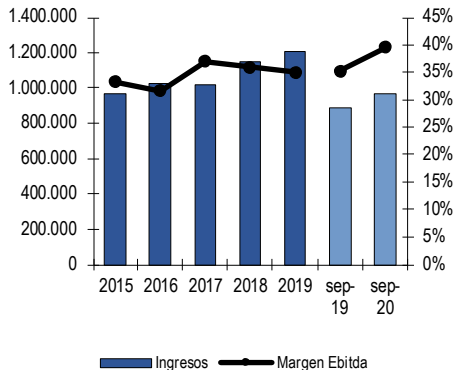
POSICIÓN FINANCIERA SÓLIDA

Resultados y márgenes

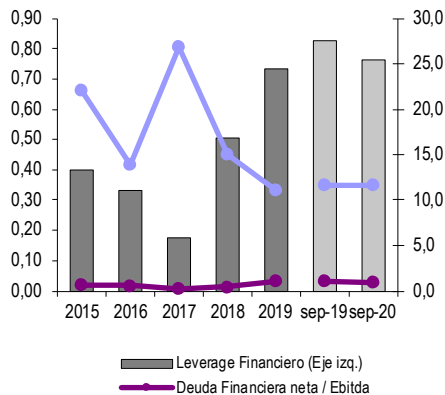
Alta y estable capacidad de generación operacional

Evolución de los ingresos y márgenes

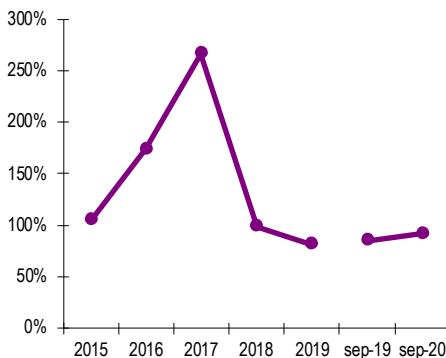
Cifras en millones de Guaraníes



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 del Paraguay, 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 anual compuesto de sus ingresos de un 8,6%, el que ha sido impulsado, mayoritariamente, por los ingresos provenientes del negocio de servicios móviles (voz y datos).
- A diciembre de 2019, los ingresos de la compañía alcanzaron los Gs\$ 1.205.170 millones, registrando un incremento del 5,3% respecto de igual periodo del año anterior. Ello, influenciado principalmente por el aumento en los ingresos por servicios móviles, los que presentaron un crecimiento anual del 5%. Adicionalmente, destaca la evolución de los ingresos por servicios financieros móviles, los que si bien presentan una baja participación dentro de los ingresos consolidados, registraron un incremento anual del 34,9%.
- A igual periodo, el plan estratégico de la compañía resultó en una estructura de costos más pesada, producto, mayoritariamente, de mayores gastos en promoción, servicios, mantenimiento y materiales, lo que redundó en una generación de Ebitda ajustado (excluye los efectos de la implementación de la IFRS 16) de Gs\$ 421.628 millones, con un margen Ebitda ajustado de un 35% (35,9% a diciembre de 2018).
- A septiembre de 2020, los ingresos consolidados de Núcleo registraron un crecimiento anual del 8,6%, alcanzando los Gs\$ 969.805 millones. A igual fecha, la rentabilización de las inversiones realizadas recientemente y el plan de eficiencias implementado por la compañía, permitieron alcanzar una generación de Ebitda ajustado de Gs\$ 382.576 millones, con un margen Ebitda ajustado del 39,4% (35,1% a septiembre de 2019).
- 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 145% en los últimos años (91% a septiembre de 2020).
- 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, lo que compensaría, en parte, el mayor nivel de endeudamiento.

Endeudamiento y flexibilidad financiera

Bajo nivel de endeudamiento, estructurado mayoritariamente 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 principalmente en el mediano plazo.
- El actual plan estratégico de la compañía incorpora la inversión en infraestructura y despliegue de red de fibra óptica directo al hogar en las principales ciudades del Paraguay. Para financiar el plan de inversiones, Núcleo realizó, durante marzo de 2019, la emisión de las Series I y II de bonos, por un monto de Gs\$ 120.000 millones y Gs\$ 30.000, respectivamente. Asimismo, en marzo del año en curso, la compañía realizó la emisión de la Serie III de bonos por un monto de Gs\$ 100.000 millones.
- De esta manera, a septiembre de 2020, la deuda financiera ajustada (excluyendo los efectos de la aplicación de la IFRS 16) alcanzaba los Gs\$ 471.464 millones, esto es, un 3,8% mayor a lo registrado a septiembre de 2019. Lo anterior ha sido mitigado, en parte, por un mayor capital patrimonial, resultando, a igual periodo, en un indicador de endeudamiento financiero de 0,6 veces (0,7 veces a igual periodo del año anterior).

Solvencia	AA-py
Tendencia	Fuerte (+)

- Por otro lado, a pesar del mayor nivel de deuda financiera, la mayor generación de Ebitda mencionada anteriormente ha permitido mantener sólidos indicadores de cobertura. En efecto, al tercer trimestre de 2020, la entidad evidenciaba una razón de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado de 0,7 veces y una cobertura de gastos financieros ajustados de 11,6 veces.
- Feller Rate considera que la compañía mantendrá su política financiera y que, frente a sus 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 ajustada sobre Ebitda ajustado inferior a la 1,0 vez de forma estructural.

Liquidez: Robusta

- La compañía mantiene una posición de liquidez calificada como "Robusta" por Feller Rate, asociada, a septiembre de 2020, a una posición de caja y equivalentes por Gs\$ 114.386 millones, el mantenimiento de amplias líneas de crédito disponibles y una alta y estable generación de flujo de caja neto operacional, la que, considerando 12 meses, alcanzaba los Gs\$ 516.313 millones.
- Lo anterior, frente a vencimientos de deuda financiera ajustada en el corto plazo por Gs\$ 65.061 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	Diciembre 2020
Bonos	AA-py	AA-py	AA-py
Tendencia	Estable	Estable	Fuerte (+)

Resumen Financiero

Millones de Guaraníes

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Sept. 2019	Sept. 2020
Ingresos por Venta	924.992	892.418	967.784	1.024.719	1.018.431	1.144.956	1.205.170	893.041	969.805
Ebitda Ajustado ^{(1) (2)}	339.710	324.821	320.903	323.759	376.560	410.962	421.628	313.814	382.576
Resultado Operacional	160.813	120.944	100.482	57.758	128.421	182.267	171.234	126.185	159.640
Ingresos Financieros	2.936	4.196	6.203	9.301	6.739	6.068	6.746	4.951	0
Gastos Financieros Ajustados ⁽²⁾	-13.793	-14.976	-14.519	-23.262	-13.961	-27.343	-37.777	-28.165	-32.623
Utilidad del Ejercicio	126.937	96.170	53.399	35.563	102.118	135.361	124.977	71.638	95.468
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO)	269.911	337.560	243.458	353.037	324.417	349.075	436.474	325.629	405.468
Inversiones netas	-238.989	-174.044	-282.266	-290.077	-187.033	-305.010	-465.468	-351.300	-292.924
Flujo de Caja Operacional Neto Inversiones	30.922	163.516	-38.808	62.960	137.384	44.065	-28.994	-25.671	112.544
Dividendos pagados	-80.000	-90.000	-66.456	-3.544	-40.000	-115.000	-90.000	-90.000	-45.000
Variación de capital patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Variación deuda financiera	27.569	-21.804	55.624	-50.891	-95.482	203.966	47.339	71.368	855
Flujo Caja Neto del Ejercicio	-20.930	52.041	-47.794	8.670	531	140.296	-99.340	-63.350	43.210
Caja Inicial	37.703	16.772	68.813	21.019	29.689	30.220	170.516	170.516	71.176
Caja Final	16.773	68.813	21.019	29.689	30.220	170.516	71.176	107.166	114.386
Caja y equivalentes	16.772	68.813	21.019	29.689	30.220	170.516	71.176	107.166	114.386
Cuentas por Cobrar Clientes	72.512	79.414	151.850	164.272	64.913	63.714	59.535	60.790	50.087
Inventario	28.747	29.243	47.926	21.667	7.907	14.588	21.271	34.578	14.067
Deuda Financiera	167.323	160.495	230.664	203.032	121.372	355.215	537.367	564.430	565.219
Activos Totales	951.886	1.013.926	1.137.362	1.100.963	1.097.742	1.424.434	1.630.437	1.645.079	1.744.087
Pasivos Totales	365.035	420.815	560.852	488.910	402.215	719.724	897.016	964.996	1.005.198
Patrimonio + Interés Minoritario	586.851	593.111	576.510	612.073	695.526	704.710	733.421	680.083	738.889

1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

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

Principales Indicadores

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Sept. 2019	Sept. 2020
Margen Bruto	73,7%	70,1%	66,4%	62,6%	71,4%	73,6%	69,9%	70,0%	67,3%
Margen Operacional (%)	17,4%	13,6%	10,4%	5,6%	12,6%	15,9%	14,2%	14,1%	16,5%
Margen Ebitda Ajustado (%)	36,7%	36,4%	33,2%	31,6%	37,0%	35,9%	35,0%	35,1%	39,4%
Rentabilidad Patrimonial (%)	21,6%	16,2%	9,3%	5,8%	14,7%	19,2%	17,0%	17,5%	20,1%
Costos / Vtas.	26,3%	29,9%	33,6%	37,4%	28,6%	26,4%	30,1%	30,0%	32,7%
GAV / Vtas.	56,3%	56,5%	56,0%	57,0%	58,8%	57,7%	55,7%	55,9%	50,8%
Días de Cobro	28,6	32,5	57,3	58,5	23,3	20,3	18,0	18,6	14,3
Días de Inventario	43,1	40,0	53,8	20,6	9,9	17,6	21,4	38,2	12,5
Días de Pago	193,9	248,8	276,4	191,7	230,6	334,3	270,9	335,9	258,2
Endeudamiento Total (vc)	0,6	0,7	1,0	0,8	0,6	1,0	1,2	1,4	1,4
Endeudamiento Financiero Ajustado (vc) ⁽¹⁾	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,5	0,7	0,8	0,8
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado (vc) ⁽¹⁾	0,3	0,2	0,4	0,3	0,1	0,3	0,6	0,7	0,6
Deuda Financiera Aj. / Ebitda Aj. (vc) ⁽¹⁾	0,5	0,5	0,7	0,6	0,3	0,9	1,0	1,1	1,0
Deuda Financiera Neta Aj. / Ebitda Aj. (vc) ⁽¹⁾	0,4	0,3	0,7	0,5	0,2	0,4	0,9	0,8	0,7
Ebitda Aj. / Gastos Financieros Aj. (vc) ⁽¹⁾	24,6	21,7	22,1	13,9	27,0	15,0	11,2	11,6	11,6
FCNO / Deuda Financiera (%)	161,3%	210,3%	105,5%	173,9%	267,3%	98,3%	81,2%	84,8%	91,3%
FCNO / Deuda Financiera Neta (%)	179,3%	368,2%	116,1%	203,7%	355,9%	189,0%	93,6%	104,7%	114,5%
Liquidez Corriente (vc)	0,7	0,7	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,5	0,4

(*) 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	Quirografica

EMISIONES DE BONOS VIGENTES

	Serie 1	Serie 2	Serie 3
Al amparo del programa	PEG. G1	PEG. G1	PEG. G1
Monto de la emisión	120.000 millones de Guaraníes	30.000 millones de Guaraníes	100.000 millones de Guaraníes
Fecha inicio de colocación	12.03.2019	28.03.2019	11.03.2020
Plazo	1.826 días corridos	1.825 días corridos	1.825 días corridos
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés	9,0%	9,0%	8,75%
Amortización de Capital	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla	No contempla
Garantía	Quirografica	Quirografica	Quirografica

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.

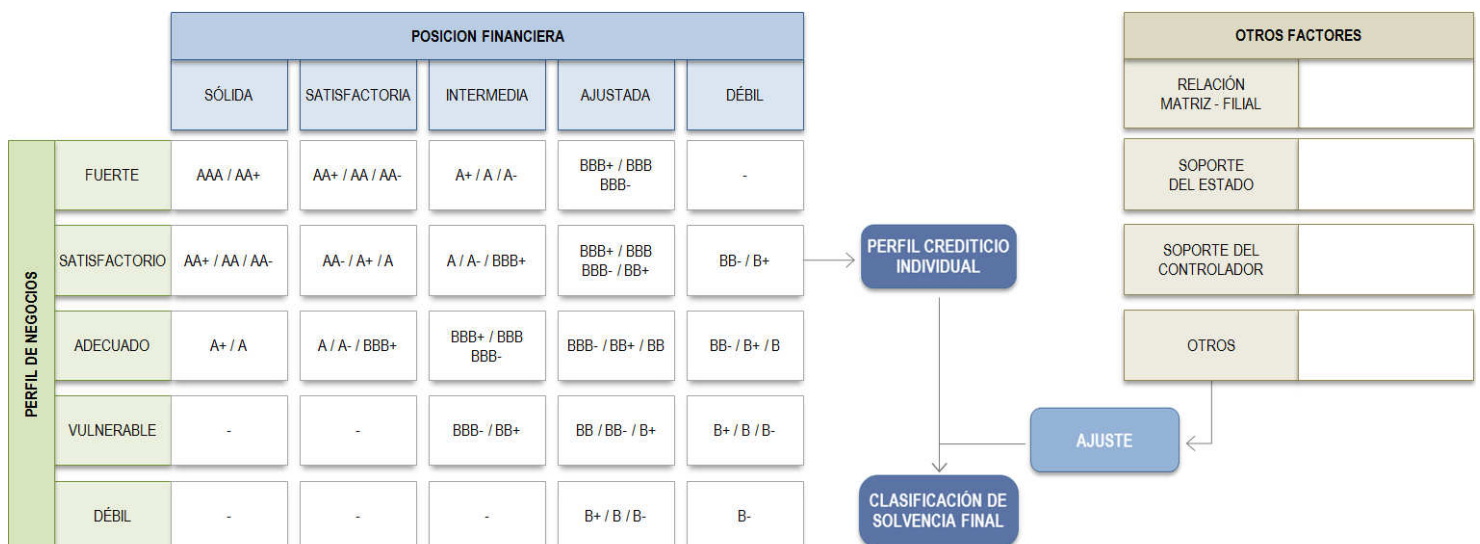
- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

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 2020.

Tipo de reporte: Revisión anual.

Estados Financieros referidos al 30.09.2020.

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	Fuerte (+)

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

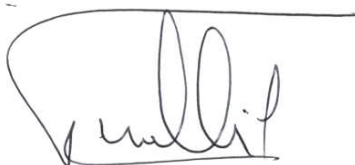
AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. Para mayor información 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.



EDUARDO FERRETTI

p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN



ESTEBAN PEÑAILILLO

p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN



MARÍA BETSABÉ WEIL

p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN

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.