

	Dic. 2020	Jun. 2021
Solvencia	AA-py	AApy
Tendencia	Fuerte (+)	Estable

\* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES			
	2019	2020	Mar.21*
Margen Ebitda Aj.	35,0%	40,0%	42,1%
Endeudamiento Total	1,2	1,2	1,2
Endeudamiento Financiero	0,7	0,7	0,7
Endeudamiento Financiero Aj.	0,6	0,6	0,6
Ebitda Aj. / Gastos Financ. Aj.	11,2	12,5	13,0
Deuda Financiera Aj. / Ebitda Aj.	1,0	0,9	0,9
Deuda Financiera Neta Aj. / Ebitda Aj.	0,9	0,8	0,6
FCNO / Deuda Financiera	81,2%	110,9%	112,9%
Liquidez corriente	0,4	0,4	0,7

(\* Cifras e indicadores anualizados donde correspondía)

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición de mercado					
Diversificación de servicios					
Industria competitiva e intensiva en inversiones					
Exposición a cambios regulatorios y tecnológicos					

POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					

## FUNDAMENTOS

El cambio de clasificación a "AApy" desde "AA-py" para la solvencia y bonos de Núcleo S.A.E. (Núcleo) refleja, principalmente, el resultado de su plan estratégico, que ha generado una mayor diversificación de negocios, sosteniéndose como un actor relevante en la industria de telecomunicaciones de Paraguay. Esto, además, manteniendo una "Sólida" posición financiera, asociada mayoritariamente a su alta capacidad de generación de flujos de la operación y un bajo nivel de endeudamiento.

La calificación continúa considerando un perfil de negocios "Satisfactorio".

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.

Núcleo entrega servicios de telecomunicaciones en Paraguay mediante su marca "Personal". Su principal actividad son los servicios de telefonía móvil (voz y datos), representando un 71,3% de sus ingresos consolidados, a marzo de 2021. Sin embargo, en los últimos períodos se han incorporado productos como TV Satelital, servicios financieros e internet hogar con tecnología FTTH. Este último, evidenciado un relevante crecimiento producto del plan de inversiones, pasando a representar, a igual periodo, un 12,7% de los ingresos consolidados (3,7% a diciembre de 2019).

A marzo de 2021, los ingresos de la compañía registraron un aumento anual del 9,5%, alcanzando los Gs\$ 345.083 millones. A igual periodo, la rentabilización de las inversiones realizadas recientemente y el plan de eficiencias implementado por la compañía resultaron en un margen Ebitda ajustado del 42,1%, lo que se compara positivamente con el 35,6% promedio exhibido entre los años 2014 y 2020.

La alta y estable capacidad de generación operacional le ha permitido financiar, de manera importante, los altos requerimientos de inversión inherentes a la industria. Al respecto, durante marzo de 2021, Núcleo realizó la emisión de la Serie IV y la Serie V de bonos, por un monto de Gs\$ 130.000 millones y Gs\$ 120.000 millones, respectivamente. Los fondos recaudados han sido destinados, 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 primer trimestre de 2021, la deuda financiera ajustada de la compañía (excluye los efectos asociados a la implementación de la IFRS 16) alcanzó los Gs\$ 499.793 millones, con un indicador de endeudamiento financiero ajustado de 0,6 veces, lo que se considera bajo para la industria.

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 marzo de 2021, Núcleo exhibía una razón de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado de 0,6 veces y una cobertura de gastos financieros ajustados de 13,0 veces.

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

Analistas: Nicolás Martorell  
nicolas.martorell@feller-rate.com  
Esteban Sánchez  
esteban.sanchez@feller-rate.com

## 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. Lo anterior derivando, de forma estructural, en un indicador de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado inferior a la 1,0 vez.

ESCENARIO DE BAJA: Podría darse ante políticas financieras más agresivas o un deterioro en las condiciones de mercado por sobre las esperadas en el escenario base.

ESCENARIO DE ALZA: Feller Rate estima que es poco probable en el corto plazo, dada la reciente alza.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN

#### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

- 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

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

	Diciembre 2018	Diciembre 2019	Diciembre 2020	Junio 2021
Solvencia	AA-py	AA-py	AA-py	AApy
Bonos	AA-py	AA-py	AA-py	AApy
Tendencia	Estable	Estable	Fuerte (+)	Estable

**RESUMEN FINANCIERO**

Millones de guaraníes

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Mar. 2020	Mar. 2021
Ingresos por Venta	892.418	967.784	1.024.719	1.018.431	1.144.956	1.205.170	1.303.989	315.110	345.083
Ebitda Ajustado (1) (2)	324.821	320.903	323.759	376.560	410.962	421.628	520.973	115.771	145.293
Resultado Operacional	120.944	100.482	57.758	128.421	182.267	171.234	215.817	42.061	57.491
Ingresos Financieros	4.196	6.203	9.301	6.739	6.068	6.746	-2.430	1.399	-1.793
Gastos Financieros Ajustados (2)	-14.976	-14.519	-23.262	-13.961	-27.343	-37.777	-41.813	-9.685	-10.154
Utilidad del Ejercicio	96.170	53.399	35.563	102.118	135.361	124.977	133.938	26.519	53.585
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO)	337.560	243.458	353.037	324.417	349.075	436.474	629.580	98.998	147.126
Inversiones netas	-174.044	-282.266	-290.077	-187.033	-305.010	-465.468	-493.510	-92.344	-67.720
Flujo de Caja Operacional Neto Inversiones	163.516	-38.808	62.960	137.384	44.065	-28.994	136.070	6.654	79.406
Dividendos pagados	-90.000	-66.456	-3.544	-40.000	-115.000	-90.000	-90.000	0	0
Variación de capital patrimonial	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Variación deuda financiera	-21.804	55.624	-50.891	-95.482	203.966	47.339	-4.735	53.546	13.617
Flujo Caja Neto del Ejercicio	52.041	-47.794	8.670	531	140.296	-99.340	11.737	50.114	82.050
Caja Inicial	16.772	68.813	21.019	29.689	30.220	170.516	71.176	71.176	82.913
Caja Final	68.813	21.019	29.689	30.220	170.516	71.176	82.913	121.290	164.963
Caja y equivalentes	68.813	21.019	29.689	30.220	170.516	71.176	82.913	121.290	164.963
Cuentas por Cobrar Clientes	79.414	151.850	164.272	64.913	63.714	59.535	45.965	64.779	47.517
Inventario	29.243	47.926	21.667	7.907	14.588	21.271	13.834	24.346	6.728
Deuda Financiera	160.495	230.664	203.032	121.372	355.215	537.367	567.507	603.572	600.286
Activos Totales	1.013.926	1.137.362	1.100.963	1.097.742	1.424.434	1.630.437	1.721.713	1.714.174	1.808.122
Pasivos Totales	420.815	560.852	488.910	402.215	719.724	897.016	944.354	954.234	977.179
Patrimonio + Interés Minoritario	593.111	576.510	612.073	695.526	704.710	733.421	777.359	759.940	830.943

1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

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

**PRINCIPALES INDICADORES**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Mar. 2020	Mar. 2021
Margen Bruto	70,1%	66,4%	62,6%	71,4%	73,6%	69,9%	67,1%	67,4%	65,8%
Margen Operacional (%)	13,6%	10,4%	5,6%	12,6%	15,9%	14,2%	16,6%	13,3%	16,7%
Margen Ebitda Ajustado (%)	36,4%	33,2%	31,6%	37,0%	35,9%	35,0%	40,0%	36,7%	42,1%
Rentabilidad Patrimonial (%)	16,2%	9,3%	5,8%	14,7%	19,2%	17,0%	17,2%	16,1%	19,4%
Costos / Vtas.	29,9%	33,6%	37,4%	28,6%	26,4%	30,1%	32,9%	32,6%	34,2%
GAV / Vtas.	56,5%	56,0%	57,0%	58,8%	57,7%	55,7%	50,6%	54,1%	49,2%
Días de Cobro	32,5	57,3	58,5	23,3	20,3	18,0	12,9	19,2	13,0
Días de Inventario	40,0	53,8	20,6	9,9	17,6	21,4	11,8	23,2	5,5
Días de Pago	248,8	276,4	191,7	230,6	334,3	270,9	211,8	245,3	206,8
Endeudamiento Total (vc)	0,7	1,0	0,8	0,6	1,0	1,2	1,2	1,3	1,2
Endeudamiento Financiero Ajustado (vc) (1)	0,3	0,4	0,3	0,2	0,5	0,7	0,7	0,8	0,7
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado (vc) (1)	0,2	0,4	0,3	0,1	0,3	0,6	0,6	0,6	0,5
Deuda Financiera Aj. / Ebitda Aj. (vc) (1)	0,5	0,7	0,6	0,3	0,9	1,0	0,9	1,2	0,9
Deuda Financiera Neta Aj. / Ebitda Aj. (vc) (1)	0,3	0,7	0,5	0,2	0,4	0,9	0,8	0,9	0,6
Ebitda Aj. / Gastos Financieros Aj. (vc) (1)	21,7	22,1	13,9	27,0	15,0	11,2	12,5	11,0	13,0
FCNO / Deuda Financiera (%)	210,3%	105,5%	173,9%	267,3%	98,3%	81,2%	110,9%	72,9%	112,9%
FCNO / Deuda Financiera Neta (%)	368,2%	116,1%	203,7%	355,9%	189,0%	93,6%	129,9%	91,3%	155,7%
Liquidez Corriente (vc)	0,7	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4	0,6	0,7

(\*) 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**

**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	Quirográfica	Quirográfica	Quirográfica

**EMISIONES DE BONOS VIGENTES**

	<b>Serie 4</b>	<b>Serie 5</b>
Al amparo del programa	PEG. G1	PEG. G1
Monto de la emisión	130.000 millones de guaraníes	120.000 millones de guaraníes
Fecha inicio de colocación	10.03.2021	10.03.2021
Plazo	2.520 días corridos	3.600 días corridos
Pago de Intereses	Semestral	Semestral
Tasa de Interés	7,1%	8,0%
Amortización de Capital	Al vencimiento	Al vencimiento
Conversión	No Contempla	No Contempla
Garantía	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 periodo 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.

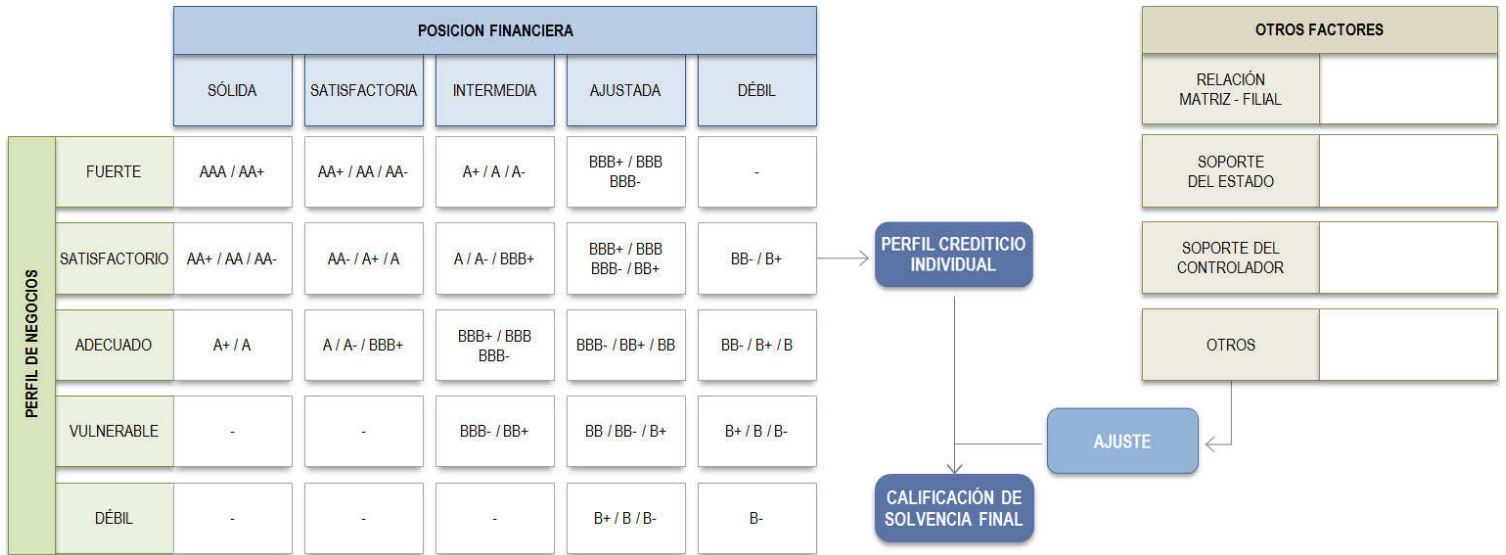
- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

## DESCRIPTORES 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: 18.06.2021

Tipo de reporte: Revisión especial.

Estados Financieros referidos al 31.03.2021.

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	AApy
	Bonos PEG G1	AApy
	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.

Más 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: 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 más información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación visite <http://www.feller-rate.com.py/w15/nomenclatura.php>

## 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
- Características de la cartera de créditos (evolución)
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

También incluyó reuniones con la administración superior y con unidades comerciales, operativas, de riesgo y control. Cabe mencionar, que no es responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de los antecedentes.



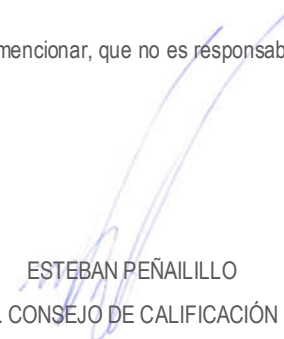
EDUARDO FERRETTI

p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN



MARÍA BETSABÉ WEIL

p. CONSEJO DE CALIFICACIÓN



ESTEBAN PEÑAILILLO

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.