	Jun. 2021	Dic. 2021
Solvencia	AApy	AApy
Tendencia	Estable	Estable

** Detalle de clasificaciones en Anexo*

INDICADORES RELEVANTES(*)

	2019	2020	Sep.21
Margen Ebitda	39,1%	44,0%	46,5%
Margen Ebitda Aj.	35,0%	40,0%	42,9%
Endeudamiento Total	1,2	1,2	1,5
Endeudamiento Financiero	0,7	0,7	0,8
Endeudamiento Financiero Aj.	0,6	0,6	0,6
Ebitda / Gastos Financieros	12,5	13,0	12,6
Ebitda Aj. / Gastos Financieros Aj.	11,2	14,7	13,9
Deuda Financiera / Ebitda	1,1	1,0	1,0
Deuda Financiera Neta / Ebitda	1,0	0,8	0,6
Deuda Financiera Aj. / Ebitda Aj.	1,0	0,9	0,9
Deuda Financiera Neta Aj. / Ebitda Aj.	0,9	0,8	0,5
FCNO / Deuda Financiera	81,2%	110,9%	106,7%
Liquidez corriente	0,4	0,4	0,7

(*) Cifras e indicadores anualizados donde corresponda, descripción en Anexos.

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

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

POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					■
Generación de flujos					■
Endeudamiento				■	
Coberturas					■
Liquidez				■	

FUNDAMENTOS

La calificación "AApy" 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, representando un 70,2% de sus ingresos consolidados, a septiembre de 2021. 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.

A septiembre de 2021, los ingresos consolidados de Núcleo mantuvieron la tendencia exhibida en los últimos periodos, creciendo un 8,0% respecto de septiembre de 2020, hasta alcanzar los Gs$ 1.047.830 millones. Ello estuvo asociado con un importante crecimiento en los servicios de internet fijo y de televisión. A igual fecha, el Ebitda ajustado alcanzó los Gs$ 449.576 millones, con un margen Ebitda ajustado que se mantuvo relativamente estable, en un 42,9% (43,0% a septiembre de 2020).

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 2021, Núcleo realizó la emisión de las Series IV y V de bonos por un monto de Gs$ 130.000 millones y GS$ 120.000 millones, respectivamente. Los fondos recaudados se destinarán, mayoritariamente, a la inversión en infraestructura y el despliegue de red de fibra óptica.

De esta manera, a septiembre de 2021, la deuda financiera ajustada (excluyendo los efectos de la aplicación de la IFRS 16) alcanzaba los Gs$ 500.151 millones, un 5,0% mayor a lo registrado a diciembre de 2020. 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 (manteniéndose estable respecto del año anterior).

A pesar del mayor nivel de deuda financiera, la mayor generación de Ebitda mencionada anteriormente ha permitido mantener sólidos indicadores de cobertura. Así, al tercer trimestre de 2021, la entidad evidenciaba una razón de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado de 0,6 veces y una cobertura de gastos financieros ajustados de 14,9 veces.

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

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.

Analista: Arturo Zuleta P.
arturo.zuleta@feller-rate.com

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

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

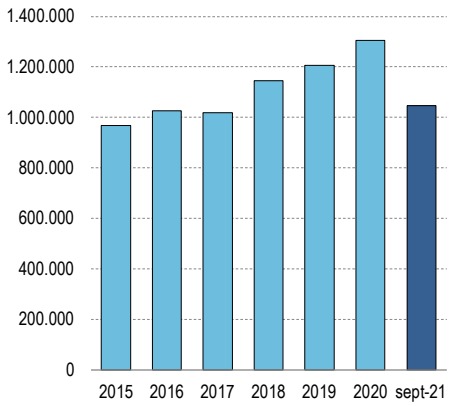
Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

ESTRUCTURA DE 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%.

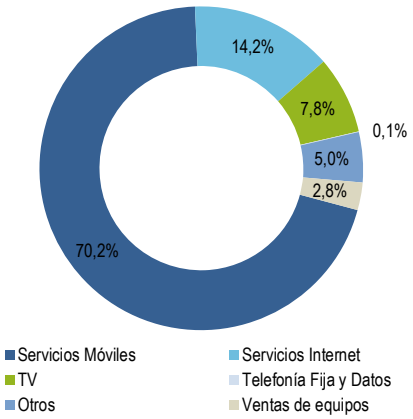
INGRESOS ORDINARIOS

Cifras en millones de Gs$



INGRESOS POR UNIDAD DE NEGOCIO(*)

A septiembre de 2021



(*) En base a información enviada por la compañía.

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 COVID-19 MITIGADOS POR OPERAR UNA ACTIVIDAD ESENCIAL

Desde los primeros meses de 2020, se evidenció un avance relevante en el 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.

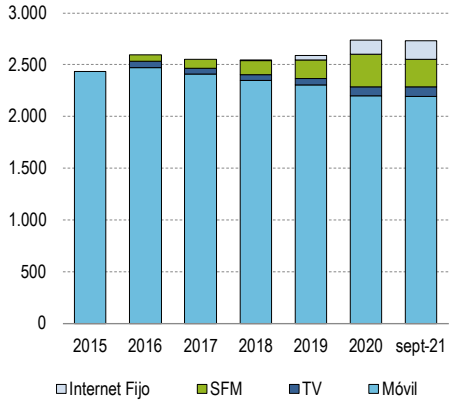
Según cifras del Informe de Política Monetaria del Banco Central del Paraguay (diciembre de 2021) la actividad económica nacional continuó exhibiendo, durante el tercer trimestre de 2021, un mejor desempeño en comparación a 2020, impulsado por el desempeño favorable de la construcción, manufactura y la ganadería. De esta manera, al tercer trimestre de 2021, el PIB de Paraguay registró un crecimiento acumulado del 5,8%, lo que se compara positivamente con las contracciones registradas durante 2020.

En el mismo documento, la proyección de crecimiento para el año 2021 fue revisada al alza, pasando de un 4,5% a un 5,0%, explicado por un desempeño económico mejor al previsto y por un cambio favorable en el panorama sanitario.

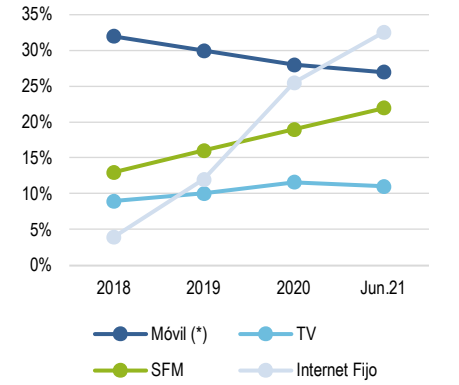
Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

INGRESOS ORDINARIOS

Incremento en la cantidad de clientes asociado a nuevos negocios



EVOLUCIÓN DE MARKET SHARE



(*) Participación en telefonía móvil se encuentra a noviembre de 2021.
De acuerdo a información entregada por la compañía.

No obstante, los efectos finales 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.

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.

— SERVICIOS MÓVILES:

La principal línea de negocios de Núcleo es ofrecer servicios de voz y datos mediante telefonía móvil, negocio que a septiembre de 2021 representaba un 72,2% de los ingresos por servicios (excluye ingresos intercompañía y venta de equipos).

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, en torno al 80% 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 2021, un 14,7% de los ingresos por servicios, lo que se compara positivamente con lo exhibido a igual fecha de 2020 (8,3% de los ingresos por servicios), a raíz del crecimiento en este segmento, producto de las necesidades impuestas por la pandemia.

— 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 8,0%, al 30 de septiembre de 2021.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

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 2021, esta línea de negocios se encontraba dentro del rubro "Otras ventas de servicios" en los estados financieros, la cual representaba un 5,1% de los ingresos por servicios compañía.

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 septiembre de 2021, Núcleo poseía más de 2,1 millones de clientes de Telefonía Móvil, lo que implicó posicionarse como el segundo mayor proveedor de estos servicios, con aproximadamente un 27% de los clientes en Paraguay.

Además, destaca la profundización en el negocio de Red Fija, donde la compañía alcanzaba a cerca de 181.000 clientes (8.000 clientes en 2018), lo que representa a cerca de un 33% del mercado nacional.

Adicionalmente, en el servicio de TV Satelital, mediante su empresa Tuves, Núcleo posee cerca de un 11% del mercado paraguayo, posicionándose en el tercer lugar de relevancia.

Finalmente, mediante Personal Envíos, la entidad mantiene un 22% de la participación de mercado, destacando la positiva evolución respecto del año anterior (19% 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 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.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

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 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 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.

Durante 2021, la CONATEL publicó el nuevo Plan Nacional de Telecomunicaciones 2021-2025, en el cual se presentan tres objetivos generales: cobertura (expansión de la cobertura de servicios de telecomunicaciones, especialmente banda ancha fija y móvil), penetración (aumento de suscripciones a servicios de telecomunicaciones, especialmente banda ancha fija y móvil) y calidad (mejorarla para los servicios de telecomunicaciones, especialmente los de banda ancha).

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CLASIFICACIÓN

AMBIENTALES

A partir de las actividades de la empresa, se puede producir la afectación del entorno donde se desarrolla el negocio producto de una falta de atención de sus obligaciones. No obstante, a nivel corporativo, Personal mantiene una política ambiental que busca reducir su huella, la cual aplica también a su operación en Paraguay.

Entre los pilares su estrategia ambiental se destacan iniciativas para favorecer el uso de energías renovables, uso eficiente de recursos, reducción de emisiones y un compromiso con la legislación vigente en sus zonas de operación.

SOCIALES

Los principales actores sociales vinculados a la empresa son sus trabajadores. Al respecto, la mayor parte de la regulación laboral vigente se aplica a la industria en consideración al vínculo o relación laboral existente entre la compañía y sus empleados.

En tanto, la empresa se mantiene en constante desarrollo de iniciativas para beneficiar a la sociedad, entre estas se destaca la colaboración con municipios para llevar mayor conexión a plazas y hospitales, distintos aportes a fundaciones y acompañamiento a otras organizaciones y programas de carácter social.

GOBIERNOS CORPORATIVOS

Al ser una empresa que participa en la bolsa de valores, la compañía mantiene las obligaciones de transparencia con el mercado estipuladas en la ley.

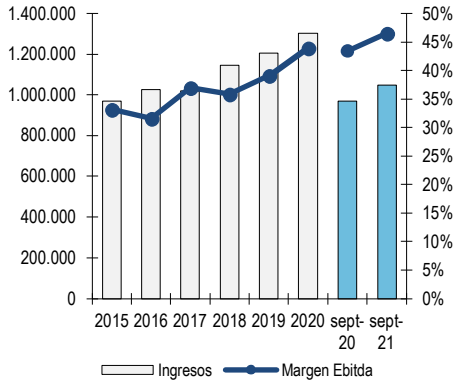
Por otro lado, la compañía ha implementado políticas de gobiernos corporativos provenientes de la matriz, como la implementación del Manual de Prevención de Lavado de Dinero, adecuándolo a las nuevas exigencias de la Resolución N° 77/2020 de la Secretaría de Prevención de Lavado de Dinero y Bienes (SEPRELAD).

Además de la capacitación al 63% de la macroestructura en el Programa de Compliance que abarca: Código de Ética y Conducta, Conflicto de Intereses y Política Antifraude y Anticorrupción.

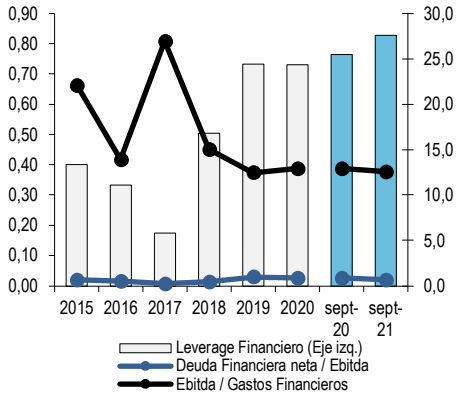
Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES

Ingresos en millones de guaraníes

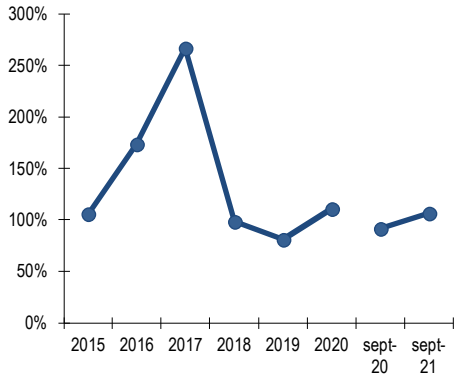


EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



INDICADOR DE COBERTURA

FCNOA / Deuda Financiera (%)



POSICION FINANCIERA

SÓLIDA

RESULTADOS Y MÁRGENES:

Alta y estable capacidad de generación operacional

Debido a las características de competencia y desarrollo de la industria de telecomunicaciones 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), no obstante, en los últimos periodos se destaca el importante crecimiento que han tenido los servicios de internet fijo, a raíz de los efectos de la pandemia.

A diciembre de 2020, los ingresos de la compañía alcanzaron los Gs$ 1.303.989 millones, registrando un incremento del 8,2% respecto de igual periodo del año anterior. Ello, influenciado principalmente por el aumento en los ingresos por servicios de internet fijo, los que presentaron un crecimiento anual del 101,3%, que compensaron una disminución de un 13,6% en los ingresos de servicios móviles.

A igual periodo, el plan estratégico de la compañía, en conjunto con la rentabilización de las inversiones realizadas recientemente y el plan de eficiencias implementado por la compañía llevó a un crecimiento de un 23,6% en la generación de Ebitda ajustado (que excluye los efectos de la implementación de la IFRS 16), hasta alcanzar los Gs$ 520.973 millones, con un margen Ebitda ajustado de un 40,0% (35,0% a diciembre de 2019).

A septiembre de 2021, los ingresos consolidados de Núcleo mantuvieron su tendencia, creciendo un 8,0% respecto de igual periodo de 2020, hasta alcanzar los Gs$ 1.047.830 millones, asociado con un importante crecimiento en los servicios de internet fijo y de televisión. A igual fecha, el Ebitda ajustado alcanzó los Gs$ 449.576 millones, un 7,9% superior a lo alcanzado a septiembre de 2020, en línea con el crecimiento en los ingresos.

De esta manera, al tercer trimestre de 2021, el margen Ebitda ajustado se mantuvo relativamente estable, en un 42,9% (43,0% a septiembre de 2020).

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 146% en los últimos años (106,7% a septiembre de 2021).

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 el mayor nivel de endeudamiento.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ

- Caja y equivalentes, a septiembre de 2021, por Gs$ 233.593 millones.
- Una generación consistente con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX de mantenimiento y de crecimiento según el plan de inversiones comprometido.
- Dividendos según política de reparto.

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

> 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. En marzo de 2020, la compañía realizó la emisión de la Serie III de bonos por un monto de Gs$ 100.000 millones.

Finalmente, en marzo de 2021, la compañía realizó la colocación de sus series IV y V, por GS$ 130.000 millones y Gs$ 120.000 millones.

De esta manera, a septiembre de 2021, la deuda financiera ajustada (excluyendo los efectos de la aplicación de la IFRS 16) alcanzaba los Gs$ 500.151 millones, esto es, un 5,0% mayor a lo registrado a diciembre de 2020. 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 (manteniéndose estable respecto del año anterior).

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. Donde, al tercer trimestre de 2021, la entidad evidenciaba una razón de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado de 0,6 veces y una cobertura de gastos financieros ajustados de 14,9 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 2021, a una posición de caja y equivalentes por Gs$ 233.593 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$ 687.536 millones.

Lo anterior, frente a vencimientos de deuda financiera ajustada en el corto plazo por Gs$ 45.836 millones (incluyendo pasivos por arrendamientos) y un reparto de dividendos históricamente exigente, pero que ha mostrado flexibilidad ante el requerimiento de inversiones de la compañía.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

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

RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de guaraníes

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Sep.20	Sep.21
Ingresos por Venta	892.418	967.784	1.024.719	1.018.431	1.144.956	1.205.170	1.303.989	969.805	1.047.830
Ebitda (1)	324.821	320.903	323.759	376.560	410.962	471.118	573.271	420.631	487.763
Ebitda Aj. (2)	324.821	320.903	323.759	376.560	410.962	421.628	520.973	416.776	449.576
Resultado Operacional	120.944	100.482	57.758	128.421	182.267	171.234	215.817	159.640	185.515
Ingresos Financieros	4.196	6.203	9.301	6.739	6.068	6.746	0	0	0
Gastos Financieros	-14.976	-14.519	-23.262	-13.961	-27.343	-37.777	-44.243	-32.623	-39.363
Gastos Financieros Aj. (2)	-14.976	-14.519	-23.262	-13.961	-27.343	-37.777	-35.444	-26.324	-30.779
Utilidad del Ejercicio	96.170	53.399	35.563	102.118	135.361	124.977	133.938	95.468	139.620
Flujo Caja Neto Oper. (FCNO)	337.560	243.458	353.037	324.417	349.075	436.474	629.580	405.468	463.424
Inversiones netas	-174.044	-282.266	-290.077	-187.033	-305.010	-465.468	-493.510	-292.924	-211.198
Flujo de Caja Operacional Neto Inversiones	163.516	-38.808	62.960	137.384	44.065	-28.994	136.070	112.544	252.226
Dividendos pagados	-90.000	-66.456	-3.544	-40.000	-115.000	-90.000	-90.000	-45.000	-70.000
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	855	-6.797
Flujo Caja Neto del Ejercicio	52.041	-47.794	8.670	531	140.296	-99.340	11.737	43.210	150.680
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	114.386	233.593
Caja y equivalentes	68.813	21.019	29.689	30.220	170.516	71.176	82.913	114.386	233.593
Cuentas por Cobrar Clientes	79.414	151.850	164.272	64.913	63.714	59.535	45.965	50.087	50.273
Inventario	29.243	47.926	21.667	7.907	14.588	21.271	13.834	14.067	11.562
Deuda Financiera	160.495	230.664	203.032	121.372	355.215	537.367	567.507	565.219	644.278
Deuda Financiera Aj.(2)	160.495	230.664	203.032	121.372	355.215	439.566	476.132	471.464	500.151
Activos Totales	1.013.926	1.137.362	1.100.963	1.097.742	1.424.434	1.630.437	1.721.713	1.744.087	1.931.978
Pasivos Totales	420.815	560.852	488.910	402.215	719.724	897.016	944.355	1.005.198	1.155.000
Patrimonio + Interés Minoritario	593.111	576.510	612.073	695.526	704.710	733.421	777.358	738.889	776.978

1) *Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.*

2) *Ajustado por la aplicación de IFRS 16 en 2019.*

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Sep.20	Sep.21
Margen Bruto	70,1%	66,4%	62,6%	71,4%	73,6%	69,9%	67,1%	67,3%	66,9%
Margen Operacional (%)	13,6%	10,4%	5,6%	12,6%	15,9%	14,2%	16,6%	16,5%	17,7%
Margen Ebitda (%)	36,4%	33,2%	31,6%	37,0%	35,9%	39,1%	44,0%	43,4%	46,5%
Margen Ebitda Aj. (%)	36,4%	33,2%	31,6%	37,0%	35,9%	35,0%	40,0%	43,0%	42,9%
Rentabilidad Patrimonial (%)	16,2%	9,3%	5,8%	14,7%	19,2%	17,0%	17,2%	20,1%	22,9%
Costos / Vtas.	29,9%	33,6%	37,4%	28,6%	26,4%	30,1%	32,9%	32,7%	33,1%
GAV / Vtas.	56,5%	56,0%	57,0%	58,8%	57,7%	55,7%	50,6%	50,8%	49,2%
Días de Cobro	32,5	57,3	58,5	23,3	20,3	18,0	12,9	14,3	13,3
Días de Inventario	40,0	53,8	20,6	9,9	17,6	21,4	11,8	12,5	9,2
Días de Pago	248,8	276,4	191,7	230,6	334,3	270,9	211,8	258,2	252,7
Endeudamiento Total (vc)	0,7	1,0	0,8	0,6	1,0	1,2	1,2	1,4	1,5
Endeudamiento Financiero (vc)	0,3	0,4	0,3	0,2	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8
Endeudamiento Financiero Neto (vc)	0,2	0,4	0,3	0,1	0,3	0,6	0,6	0,6	0,5
Endeudamiento Financiero Aj. (vc)	0,3	0,4	0,3	0,2	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Endeudamiento Financiero Neto Aj. (vc)	0,2	0,4	0,3	0,1	0,3	0,5	0,5	0,5	0,3
Deuda Financiera / Ebitda (vc)	0,5	0,7	0,6	0,3	0,9	1,1	1,0	1,0	1,0
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc)	0,3	0,7	0,5	0,2	0,4	1,0	0,8	0,8	0,6
Deuda Financiera Aj. / Ebitda Aj. (vc)	0,5	0,7	0,6	0,3	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9
Deuda Financiera Neta Aj. / Ebitda Aj. (vc)	0,3	0,7	0,5	0,2	0,4	0,9	0,8	0,7	0,5
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	21,7	22,1	13,9	27,0	15,0	12,5	13,0	12,9	12,6
Ebitda Aj. / Gastos Financieros Aj. (vc)	21,7	22,1	13,9	27,0	15,0	11,2	14,7	14,6	13,9
FCNO / Deuda Financiera (%)	210,3%	105,5%	173,9%	267,3%	98,3%	81,2%	110,9%	91,3%	106,7%
FCNO / Deuda Financiera Neta (%)	368,2%	116,1%	203,7%	355,9%	189,0%	93,6%	129,9%	114,5%	167,4%
Liquidez Corriente (vc)	0,7	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,7

(*) Indicadores anualizados donde corresponda.

CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

Emisión de Bonos Corporativos	Programa G1
Valor total de la emisión	500.000 millones de Guaraníes
Fecha de registro	05.02.2019
Covenants	No Contempla
Plazo de vencimiento	desde 365 días a 3.650
Conversión	No Contempla
Resguardos	No Contempla
Garantía	Quirografíca

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

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

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Serie 4	Serie 5
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 calificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

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 calificadora 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.

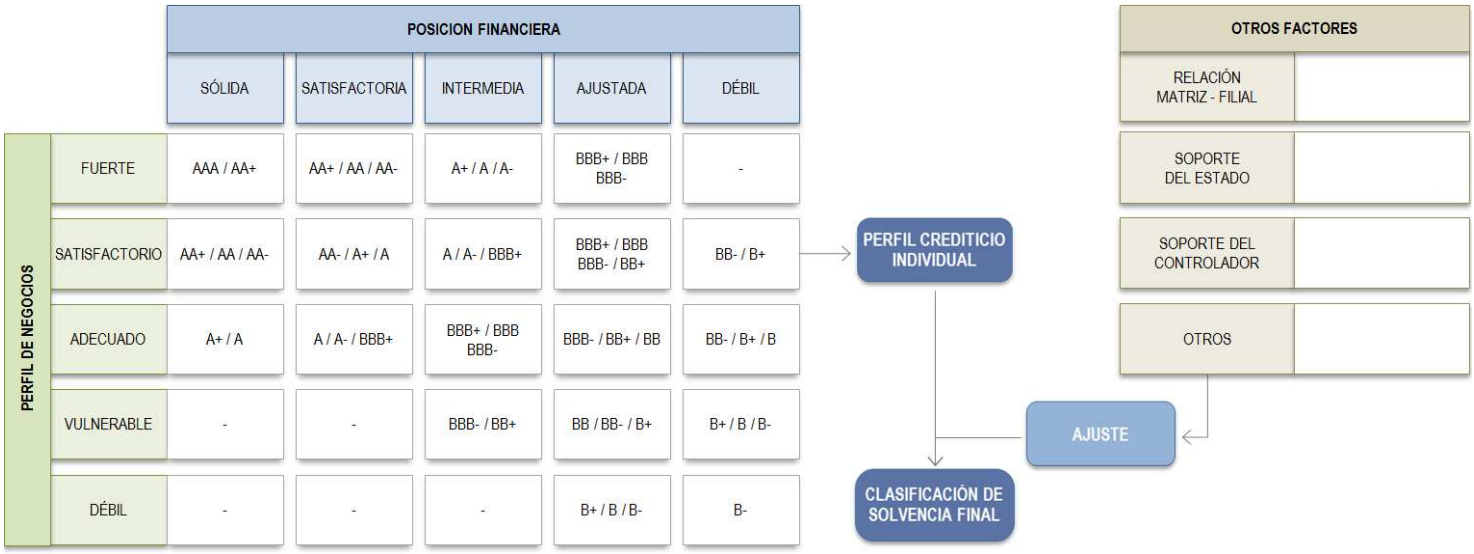
Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

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.



EQUIPO DE ANÁLISIS:

- Arturo Zuleta P. – Analista principal
- Esteban Sánchez Ch. – Analista secundario
- Nicolás Martorell P. – Director Senior

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

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

Fecha de calificación: 31 de diciembre de 2021.

Tipo de reporte: Revisión Anual.

Estados Financieros referidos al 30.09.2021.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.
www.feller-rate.com.py
Av. Gral Santos 487 c/ Avda. España, Asunción, Paraguay
Tel: (595) 21 225485 // Email: 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.

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

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. 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.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.