

	Dic.2023	Dic. 2024
Solvencia	AA+py	AA+py
Tendencia	Estable	Estable

\* Detalle de calificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES (*)			
	2022	2023	Sep.24
Margen Ebitda	49,0%	49,0%	49,4%
Margen Ebitda Aj.	44,8%	44,3%	43,7%
Endeudamiento Total	1,3	1,3	1,4
Endeudamiento Financiero	0,7	0,6	0,6
Endeudamiento Financiero Aj.	0,4	0,4	0,3
Ebitda / Gastos Financieros	13,4	13,5	15,1
Ebitda Aj. / Gastos Financieros Aj.	15,9	16,1	19,4
Deuda Financiera / Ebitda	0,9	0,9	0,8
Deuda Financiera Neta / Ebitda	0,6	0,6	0,4
Deuda Financiera Aj. / Ebitda Aj.	0,4	0,2	0,4
Deuda Financiera Neta Aj. / Ebitda Aj.	0,0	-0,2	0,0
FCNO / Deuda Financiera	112,4%	113,2%	131,5%
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada	190,7%	183,4%	279,4%
Liquidez corriente	0,6	0,7	0,7

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

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
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
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					

Analista: Thyare Garín  
thyare.garin@feller-rate.com

## FUNDAMENTOS

La calificación de solvencia y bonos asignada a Núcleo S.A.E. (Núcleo) en "AA+py" responde a un perfil de negocios calificado en "Satisfactorio" una posición financiera clasificada como "Sólida".

La compañía entrega servicios de telecomunicaciones en Paraguay mediante su marca "Personal". Su principal actividad son los servicios de telefonía móvil, representando un 62,7% de sus ingresos consolidados, a septiembre de 2024. Sin embargo, en los últimos períodos, otros segmentos han ganado importancia relativa como los servicios de TV Satelital 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 2024, los ingresos consolidados de Núcleo mantuvieron su tendencia creciente con un 1,7% por sobre el mismo periodo de 2023, hasta alcanzar los Gs\$ 1.145.510 millones, asociado mayoritariamente al crecimiento en los servicios de internet fijo en un 19,5% y, en menor medida, con mayores ingresos por servicios móviles en un 1,9%. Dicho incremento se vio neutralizado en parte por la baja de 67,6% en la partida de "otros servicios" la cual incorporaba los servicios financieros móviles.

A igual fecha, el Ebitda ajustado (excluye los efectos de la implementación de la IFRS 16) alcanzó los Gs\$ 500.668 millones, siendo un 0,8% superior a lo alcanzado a septiembre de 2024, en línea con el crecimiento en los ingresos y la mayor depreciación y amortización. De esta manera, al tercer trimestre de 2024, el margen Ebitda ajustado presentó una leve baja hasta un 43,7% (44,1% a septiembre de 2023).

Núcleo presenta una alta y estable capacidad de generación de flujos que se ha mantenido creciente durante el periodo analizado debido a la evolución positiva de la recaudación. Así, el flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) alcanzó al cierre de 2023 los Gs\$ 741.287 millones exhibiendo una alza de 4,4% anual. A septiembre de 2024, el FCNOA se incrementó en un 3,8% respecto al mismo trimestre anterior hasta situarse en los Gs\$ 536.753 millones.

Al evaluar la capacidad de pago medida a través del indicador de FCNOA sobre deuda financiera ajustada (excluye los efectos de la aplicación de la IFRS 16 e intereses), esta se mantiene sobre el 100% en todos los periodos.

La compañía atravesó por un exigente plan de inversiones enfocado en infraestructura y en el despliegue de red de fibra óptica directo al hogar en las principales ciudades de Paraguay.

De esta manera, Núcleo ha presentado un incremento sostenido de su deuda financiera a partir del año 2018, alcanzando a septiembre de 2024 una deuda financiera ajustada (descontando el efecto de los intereses a devengar y los pasivos por arrendamiento por IFRS16) de Gs\$ 272.376 millones, siendo un 32,6% menor en comparación a fines de 2023.

La base patrimonial de Núcleo ha sido creciente dentro del periodo evaluado asociado con las utilidades obtenidas al cierre de cada ejercicio, pero contrarrestado en parte por la exigente política de reparto de dividendos de la entidad.

Cabe mencionar que en mayo de 2024 Núcleo realizó una transferencia de acciones de Personal Envíos S.A. hacia su controlador por Gs\$ 123.773 millones y registró utilidades por operaciones discontinuadas por Gs\$ 43.406 millones. Ello sumado al reparto de dividendos por Gs\$ 191.942 millones y los resultados de última línea obtenidos en el periodo por Gs\$ 182.490 millones, generó que a septiembre de 2024 el patrimonio de la sociedad se contrajera en un 9,0% respecto a diciembre de 2023, hasta alcanzar los Gs\$ 936.307 millones.

El *leverage* financiero ajustado de la empresa se mantuvo en 0,4 veces desde el periodo 2021, y disminuyó hasta las 0,3 veces al tercer cuarto de 2024 debido a la disminución de la deuda financiera compensado parcialmente por la reducción del patrimonio.

Por otro lado, Núcleo mantiene sólidos indicadores de cobertura. En efecto, a septiembre de 2024, la entidad evidenciaba una razón de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado de 0,0 veces y una cobertura de gastos financieros ajustados de 19,4 veces.

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

## TENDENCIA: ESTABLE

**ESCENARIO BASE:** Considera la expectativa de Feller Rate de la mantención de su conservadora 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. A su vez, contempla que la compañía mantenga su buen acceso al mercado financiero, reflejado en una liquidez robusta.

**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 que generen cambios estructurales en sus parámetros crediticios

**ESCENARIO DE ALZA:** Se estima improbable en el corto plazo.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN

#### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

- Relevante posición de mercado en los principales segmentos de negocios en los que participa.
- Operación concentrada en servicios móviles en formato “Prepago”, no obstante, presentan cierta diversificación hacia “Pospago” en los últimos periodos.
- 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

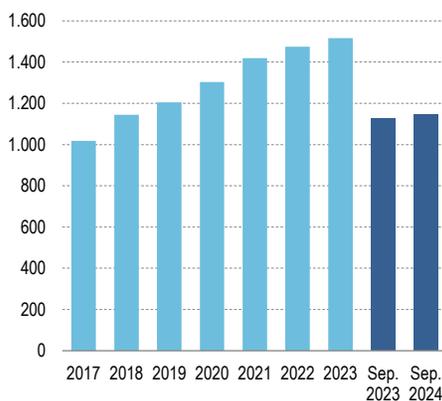
- Alta y estable capacidad de generación de flujos operacionales.
- Bajo nivel de endeudamiento, estructurado en el mediano plazo.
- Robusta posición de liquidez.

## CLIENTES SERVICIO MÓVIL

Núcleo S.A. es una empresa paraguaya cuyos accionistas son Telecom Argentina S.A., calificada en “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%.

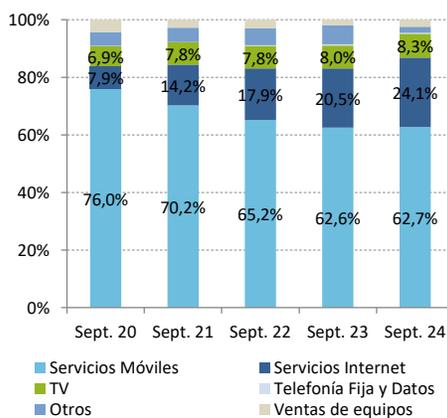
## INGRESOS ORDINARIOS

Cifras en miles de millones de Gs\$



(\*) En base a información pública de la compañía

## INGRESOS POR UNIDAD DE NEGOCIOS (\*)



(\*) En base a información pública de la compañía.

## PERFIL DE NEGOCIOS

### SATISFACTORIO

Núcleo S.A.E. (Núcleo), constituida en el año 1997, nace con el objeto de participar del proceso de Licitación Pública Internacional (LPI) 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. Actualmente, la compañía opera bajo las bandas 850 MHz, 1900 MHz, 700 MHz y 3500 MHz, y, además, entrega el Servicio de Comunicaciones Personales (PCS) y de internet en Paraguay.

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 (DATDH), operando bajo la denominación de Personal TV. 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.

En junio de 2024, la Dirección General de los Registros Públicos aprobó la fusión por absorción entre Núcleo (sociedad absorbente) y Tuves Paraguay (sociedad absorbida) permitiendo la transferencia de la totalidad de los derechos y obligaciones, activos y pasivos de la sociedad absorbida. Considerando que Núcleo poseía el 100% del capital accionario de Tuves Paraguay, esta operación no tuvo efectos en los estados financieros consolidados de la compañía.

Desde 2014, la compañía posee el 97% de Personal Envíos S.A., sociedad dedicada a los servicios financieros móviles. No obstante, en mayo de 2024, el reparto de dividendos de Núcleo incorporó la transferencia del total de acciones de su subsidiaria.

## OFERTA DE SERVICIOS CON CRECIENTE DIVERSIFICACIÓN

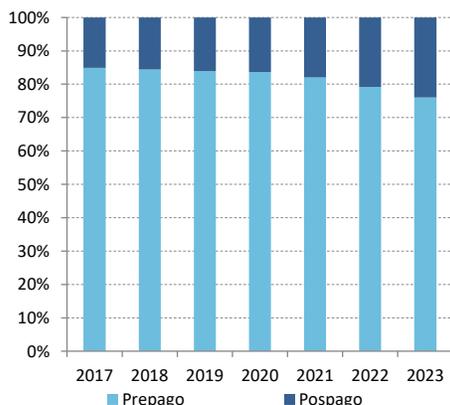
La compañía estructura su *mix* de servicios en cuatro grandes segmentos: Servicios Móviles; Red Fija; y Servicios TV, siendo el primero el negocio de mayor importancia relativa. No obstante, cabe destacar que en los últimos periodos la participación en términos de ingresos del resto de las líneas de 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, el cual ha presentado una disminución sostenida en los últimos periodos. No obstante, a septiembre de 2024, este segmento representó un 64,2% de los ingresos por servicios (excluye venta de equipos), levemente por sobre lo exhibido al mismo trimestre anterior (63,8%).

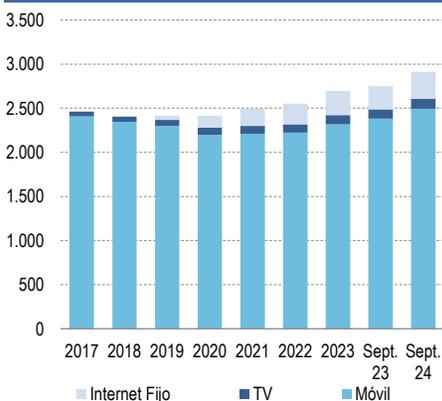
En esta línea de negocios, la compañía se ha enfocado en atender a personas naturales, los que superan el 80% de los ingresos provenientes de este segmento. El porcentaje restante corresponde, principalmente, a contratos con empresas y a transacciones con relacionados por tráfico de datos internacional.

Por otra parte, en torno al 80% de los clientes de la compañía poseían 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. Sin embargo, durante los últimos periodos, la modalidad “Pospago” ha tomado una mayor relevancia registrando un crecimiento importante en el nivel de clientes durante los últimos tres periodos (20,1% a diciembre de 2023).



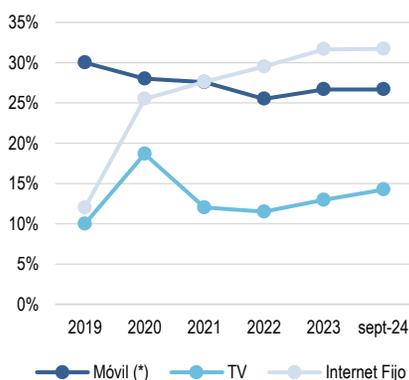
(\*) En base a información pública de CONATEL

### CANTIDAD DE CLIENTES



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

### EVOLUCIÓN DE MARKET SHARE



(\*) De acuerdo a información pública de CONATEL y del Banco Central de Paraguay

### — 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 ha presentado un incremento relevante durante los últimos años, pasando desde un 8,3% de los ingresos por servicios a septiembre 2020, hasta un 24,7% al tercer trimestre de 2024, cuyo crecimiento ha sido impulsado por las necesidades arraigadas en el cliente al ser percibido como servicio básico.

### — 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 sobre 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 8,5%, al 30 de septiembre de 2024.

## RELEVANTE POSICIÓN DE MERCADO

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

Por su parte, a septiembre de 2024, Núcleo poseía más de 2,4 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 306.000 clientes (8.000 clientes en 2018), lo que representó cerca de un 32% del mercado nacional.

Adicionalmente, en el servicio de TV Satelital, Núcleo poseía, a la misma fecha, cerca de 112.000 clientes lo cual significó en torno al 14% del mercado paraguayo.

## 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 del sector a realizar fuertes inversiones para mantener su posición de mercado, asociadas tanto a mantener la calidad, penetración 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.

Según un estudio realizado por la Federación Latinoamericana de Bancos (FELEBAN), durante la crisis sanitaria por COVID-19, se incrementó la penetración de ciertos servicios digitales, en particular del uso de internet.

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 la evolución y cambio constante, que 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).

## FACTORES ESG CONSIDERADOS EN LA CALIFICACIÓN

### — 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 facilitar el acceso a la información a través de la tecnología para complementar la educación tradicional de grupos vulnerables; la colaboración con municipios para llevar mayor conexión a plazas, escuelas y hospitales; distintos aportes a fundaciones y acompañamiento a otras organizaciones; entre otros programas de carácter social.

### — GOBIERNOS CORPORATIVOS

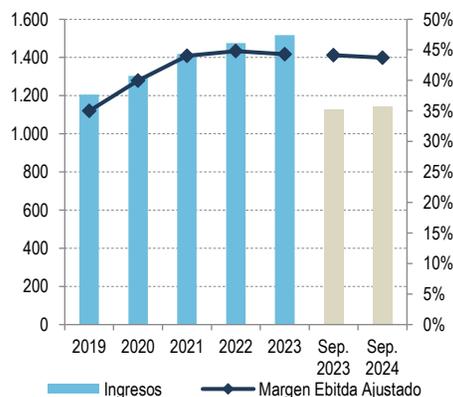
Al ser una empresa que participa en la bolsa de valores, la compañía mantiene las obligaciones de transparencia con el mercado estipuladas en la ley.

Por otro lado, la compañía ha adoptado 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). A su vez, Telecom posee 4 de 7 los Directores de Núcleo S.A.E, donde el Comité de Auditoría de Núcleo reporta al Comité de Telecom.

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

### EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES

Ingresos en miles de millones de guaraníes



### 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.

El crecimiento continuo de la compañía 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 incremento que han tenido los servicios de internet fijo, impulsado por los efectos de la pandemia.

Asimismo, el plan estratégico y las eficiencias operacionales implementadas por la sociedad han permitido un sostenido crecimiento tanto de su generación operacional como de sus márgenes.

A diciembre de 2023, los ingresos de la compañía alcanzaron los Gs\$ 1.516.527 millones, registrando un incremento del 2,8% 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 18,0%.

Lo anterior, llevó a un crecimiento de 1,6% en la generación de Ebitda ajustado (excluye los efectos de la implementación de la IFRS 16), hasta alcanzar los Gs\$ 671.351 millones, con un margen Ebitda ajustado de 44,3% (44,8% a diciembre de 2022).

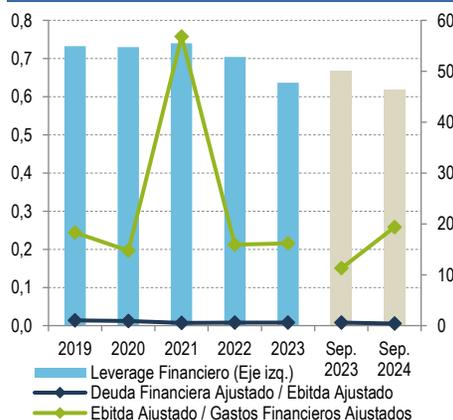
A septiembre de 2024, los ingresos consolidados de Núcleo mantuvieron su tendencia creciente con un 1,7% por sobre el mismo periodo de 2023, hasta alcanzar los Gs\$ 1.145.510 millones, asociado mayoritariamente al crecimiento en los servicios de internet fijo en un 19,5% y, en menor medida, con mayores ingresos por servicios móviles en un 1,9%. Dicho incremento se vio neutralizado en parte por la baja de 67,6% en la partida de "otros servicios" la cual incorporaba los servicios financieros móviles.

A igual fecha, el Ebitda ajustado alcanzó los Gs\$ 500.668 millones, siendo un 0,8% superior a lo alcanzado a septiembre de 2024, en línea con el crecimiento en los ingresos y la mayor depreciación y amortización. De esta manera, al tercer trimestre de 2024, el margen Ebitda ajustado presentó una leve baja hasta un 43,7% (44,1% a septiembre de 2023).

Núcleo presenta una alta y estable capacidad de generación de flujos que se ha mantenido creciente durante el periodo analizado debido a la evolución positiva de la recaudación. Así, el flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) alcanzó al cierre de 2023 los Gs\$ 741.287 millones exhibiendo una alza de 4,4% anual. A septiembre de 2024, el FCNOA se incrementó en un 3,8% respecto al mismo trimestre anterior hasta situarse en los Gs\$ 536.753 millones.

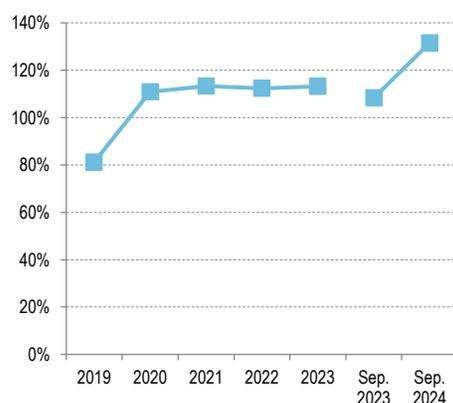
Al evaluar la capacidad de pago medida a través del indicador de FCNOA sobre deuda financiera ajustada (excluye los efectos de la aplicación de la IFRS 16 e intereses), esta se mantiene sobre el 100% en todos los periodos.

### EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



### INDICADOR DE COBERTURA

FCNOA / Deuda Financiera Ajustada (%)



**PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ**

- Caja y equivalentes, a septiembre de 2024, por Gs\$ 263.196 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 inherentes a la industria y repartir importantes dividendos a sus accionistas, manteniendo un bajo nivel de deuda financiera, estructurada principalmente en el mediano plazo.

La compañía atravesó por un exigente plan de inversiones enfocado en infraestructura y en el despliegue de red de fibra óptica directo al hogar en las principales ciudades del Paraguay. Para ello, Núcleo realizó, durante marzo de 2019, la emisión de las Series 1 y 2 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 3 de bonos por un monto de Gs\$ 100.000 millones. Posteriormente, en marzo de 2021, la entidad colocó las Series 4 y 5, por Gs\$ 130.000 millones y Gs\$ 120.000 millones cada una.

De esta manera, Núcleo ha presentado un incremento sostenido de su deuda financiera a partir de los Gs\$ 121.372 millones en el año 2017 hasta alcanzar un *peak* al cierre de 2023 de Gs\$ 655.124 millones. A septiembre de 2024, tras el pago de obligaciones bancarias, los pasivos financieros de la compañía descendieron en un 11,7% respecto a diciembre de 2023, alcanzando los Gs\$ 578.466 millones.

Al analizar la deuda financiera ajustada (descontando el efecto de los intereses a devengar y los pasivos por arrendamiento por IFRS16), esta posee un comportamiento dispar dentro del periodo evaluado, siendo a septiembre de 2024 un 32,6% menor en comparación a fines de 2023 situándose en los Gs\$ 272.376 millones.

La base patrimonial de Núcleo ha sido creciente dentro del periodo evaluado asociado con las utilidades obtenidas al cierre de cada ejercicio, pero contrarrestado en parte por la exigente política de reparto de dividendos de la entidad.

Cabe mencionar que en mayo de 2024 Núcleo realizó una transferencia de acciones de Personal Envíos S.A. hacia su controlador por Gs\$ 123.773 millones y registró utilidades por operaciones discontinuadas por Gs\$ 43.406 millones. Ello sumado al reparto de dividendos por Gs\$ 191.942 millones y los resultados de última línea obtenidos en el periodo por Gs\$ 182.490 millones, generó que a septiembre de 2024 el patrimonio de la sociedad se contrajera en un 9,0% respecto a diciembre de 2023, hasta alcanzar los Gs\$ 936.307 millones.

El *leverage* financiero ajustado de la empresa se mantuvo en 0,4 veces desde el periodo 2021, y disminuyó hasta las 0,3 veces al tercer cuarto de 2024 debido a la disminución de la deuda financiera compensado parcialmente por la reducción del patrimonio.

Por otro lado, Núcleo mantiene sólidos indicadores de cobertura. En efecto, a septiembre de 2024, la entidad evidenciaba una razón de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado de 0,0 veces y una cobertura de gastos financieros ajustados de 19,4 veces.

Feller Rate considera que la compañía mantendrá su conservadora política financiera y que, frente a sus requerimientos de inversión por la incorporación de nueva tecnología y servicios, continuará mostrando flexibilidad en su política de dividendos, concentrando el financiamiento de éstas en una adecuada composición de deuda y recursos propios, que le permita mantener 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 2024, a una posición de caja y equivalentes por Gs\$ 263.196 millones, y a una alta y estable generación de flujo de caja neto operacional, la que, considerando 12 meses móviles, alcanzaba los Gs\$ 760.938 millones.

Lo anterior, frente a vencimientos de deuda financiera ajustada en el corto plazo por Gs\$ 79.113 millones y un reparto de dividendos históricamente exigente, pero que ha mostrado flexibilidad ante el requerimiento de inversiones de la compañía. Adicionalmente, Núcleo mantiene amplias líneas de crédito disponibles.

	Diciembre 2018	Diciembre 2019	Diciembre 2020	Junio 2021	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Diciembre 2023	Diciembre 2024
Solvencia	AA-py	AA-py	AA-py	AApy	AApy	AApy	AA+py	AA+py
Bonos	AA-py	AA-py	AA-py	AApy	AApy	AApy	AA+py	AA+py
Tendencia	Estable	Estable	Fuerte (+)	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

## RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de guaraníes

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Sep.23	Sep.24
Ingresos Operacionales	1.018.431	1.144.956	1.205.170	1.303.989	1.418.991	1.474.857	1.516.527	1.126.108	1.145.510
Ebitda <sup>(1)</sup>	376.560	410.962	471.118	573.271	684.362	722.485	743.221	548.043	565.391
Ebitda Ajustado <sup>(1) (2)</sup>	376.560	410.962	421.628	520.973	624.872	660.558	671.351	496.742	500.668
Resultado Operacional	128.421	182.267	171.234	215.817	259.244	270.135	335.433	242.446	240.477
Ingresos Financieros	6.739	6.068	6.746		6.556	14.479	27.178	19.846	
Gastos Financieros	-13.961	-27.343	-37.777	-44.243	-53.024	-53.740	-55.148	-41.235	-36.374
Gastos Financieros Ajustados <sup>(2)</sup>	-13.961	-27.343	-23.017	-35.444	-10.997	-41.587	-41.592	-31.133	-24.397
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	102.118	135.361	124.977	133.938	205.670	204.356	281.415	204.626	225.796
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	324.417	349.075	436.474	629.580	706.989	710.255	741.287	517.102	536.753
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	324.417	349.075	436.474	629.580	706.989	710.255	741.287	517.102	536.753
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	308.965	325.041	399.571	587.934	666.576	669.405	700.347	481.884	508.226
Inversiones en Activos Fijos Netas	-187.033	-305.010	-459.161	-493.510	-287.763	-409.476	-434.792	-323.512	-372.465
Inversiones en Acciones			-6.307						-90.154
Flujo de Caja Libre Operacional	121.932	20.031	-65.897	94.424	378.813	259.929	265.555	158.372	45.607
Dividendos Pagados	-40.000	-115.000	-90.000	-90.000	-140.000	-150.000	-63.937	-63.938	-122.620
Flujo de Caja Disponible	81.932	-94.969	-155.897	4.424	238.813	109.929	201.618	94.434	-77.013
Movimiento en Empresas Relacionadas									
Otros Movimientos de Inversiones							-110.326		-45.877
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	81.932	-94.969	-155.897	4.424	238.813	109.929	91.292	94.434	-122.890
Variación de Capital Patrimonial									
Variación de Deudas Financieras	-80.030	228.000	84.242	36.911	28.069				-150.000
Otros Movimientos de Financiamiento	-1.371	7.265	-27.685	-29.598	-65.220	-38.968	-30.562	-26.871	-36.384
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	531	140.296	-99.340	11.737	201.662	70.961	60.730	67.563	-309.274
Caja Inicial	29.689	30.220	170.516	71.176	82.913	284.575	355.536	355.536	416.266
Caja Final	30.220	170.516	71.176	82.913	284.575	355.536	416.266	423.099	106.992
Caja y Equivalentes	30.220	170.516	71.176	82.913	284.575	355.536	526.592	423.099	263.196
Cuentas por Cobrar Clientes	64.913	63.714	59.535	45.965	48.982	55.630	72.989	75.032	76.139
Cuentas por Cobrar a Empresas Relacionadas	6.101	7.613	8.260	9.202	9.444	11.346	13.558	11.700	21.300
Inventario	7.907	14.588	21.271	13.834	15.405	7.967	8.079	9.686	9.091
Deuda Financiera	121.372	355.215	537.367	567.507	623.780	631.935	655.124	635.700	578.466
Deuda Financiera Ajustada <sup>(2) (3)</sup>	120.000	347.088	432.232	470.111	343.095	372.385	404.199	395.931	272.376
Activos Totales	1.097.742	1.424.434	1.630.437	1.721.713	1.960.440	2.088.253	2.402.642	2.233.316	2.258.989
Pasivos Totales	402.215	719.724	897.016	944.355	1.117.412	1.190.869	1.373.843	1.281.306	1.322.682
Patrimonio + Interés Minoritario	695.526	704.710	733.421	777.358	843.028	897.384	1.028.799	952.010	936.307

1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

2) Ajustado por la aplicación de IFRS 16 a partir de 2019.

3) Deuda Financiera Ajustada = Excluye el efecto de los intereses a devengar e IFRS 16.

### PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Sep.23	Sep.24
Margen Bruto (%)	71,4%	73,6%	69,9%	67,1%	66,0%	65,5%	70,1%	69,8%	67,4%
Margen Operacional (%)	12,6%	15,9%	14,2%	16,6%	18,3%	18,3%	22,1%	21,5%	21,0%
Margen Ebitda <sup>(1)</sup> (%)	37,0%	35,9%	39,1%	44,0%	48,2%	49,0%	49,0%	48,7%	49,4%
Margen Ebitda Ajustado <sup>(1)(2)</sup> (%)	37,0%	35,9%	35,0%	40,0%	44,0%	44,8%	44,3%	44,1%	43,7%
Rentabilidad Patrimonial (%)	14,7%	19,2%	17,0%	17,2%	24,4%	22,8%	27,4%	26,0%	32,3%
Costo/Ventas	28,6%	26,4%	30,1%	32,9%	34,0%	34,5%	29,9%	30,2%	32,6%
Gav/Ventas	58,8%	57,7%	55,7%	50,6%	47,8%	47,1%	48,0%	48,2%	46,4%
Días de Cobro	22,9	20,0	17,8	12,7	12,4	13,6	17,3	17,8	17,8
Días de Pago	227,5	329,7	267,2	208,9	268,1	299,0	382,6	312	311,9
Días de Inventario	9,8	17,4	21,1	11,6	11,5	5,6	6,4	7,2	6,7
Endeudamiento Total	0,6	1,0	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4
Endeudamiento Financiero	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6
Endeudamiento Financiero Neto	0,1	0,3	0,6	0,6	0,4	0,3	0,1	0,2	0,3
Endeudamiento Financiero Ajustado <sup>(2)(3)</sup>	0,2	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado <sup>(2)(3)</sup>	0,1	0,3	0,5	0,5	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	0,3	0,9	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
Deuda Financiera Ajustada <sup>(2)(3)</sup> / Ebitda Ajustado <sup>(1)(2)</sup> (vc)	0,3	0,8	1,0	0,9	0,5	0,6	0,6	0,6	0,4
Deuda Financiera Neta / Ebitda <sup>(1)</sup> (vc)	0,2	0,4	1,0	0,8	0,5	0,4	0,2	0,3	0,4
Deuda Financiera Neta Ajustada <sup>(2)(3)</sup> / Ebitda Ajustado <sup>(1)(2)</sup> (vc)	0,2	0,4	0,9	0,7	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	27,0	15,0	12,5	13,0	12,9	13,4	13,5	10,2	15,1
Ebitda Ajustado <sup>(1)(2)</sup> / Gastos Financieros Ajustados <sup>(2)</sup> (vc)	27,0	15,0	18,3	14,7	56,8	15,9	16,1	11,3	19,4
FCNOA / Deuda Financiera (%)	267,3%	98,3%	81,2%	110,9%	113,3%	112,4%	113,2%	108,3%	131,5%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	355,9%	189,0%	93,6%	129,9%	208,4%	257,0%	576,7%	323,8%	241,4%
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada <sup>(2)(3)</sup> (%)	270,3%	100,6%	101,0%	133,9%	206,1%	190,7%	183,4%	173,8%	279,4%
FCNOA / Deuda Financiera Neta Ajustada <sup>(2)(3)</sup> (%)	361,3%	197,7%	120,9%	162,6%	1208,1%	4215,4%	-605,7%	-2533,5%	8289,1%
FCNOA / Deuda Corriente (%)	575,5%	483,4%	432,5%	689,7%	904,0%	1470,0%	384,6%	368,8%	562,3%
Liquidez Corriente (vc)	0,7	0,7	0,4	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,5

(\*) Indicadores anualizados donde corresponda.

1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

2) Ajustado por la aplicación de IFRS 16 a partir de 2019.

3) Deuda Financiera Ajustada = Excluye el efecto de los intereses a devengar e 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 3	Serie 4	Serie 5
Al amparo del programa	PEG. G1	PEG. G1	PEG. G1
Monto de la emisión	100.000 millones de guaraníes	130.000 millones de guaraníes	120.000 millones de guaraníes
Fecha inicio de colocación	11.03.2020	10.03.2021	10.03.2021
Plazo	1.825 días corridos	2.520 días corridos	3.600 días corridos
Pago de Intereses	Trimestral	Semestral	Semestral
Tasa de Interés	8,75%	7,1%	8,0%
Amortización de Capital	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento
Conversión	No contempla	No Contempla	No Contempla
Garantía	Quirografica	Quirografica	Quirografica

## NOMENCLATURA DE CALIFICACIÓN

### CALIFICACIÓN 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.

### 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.

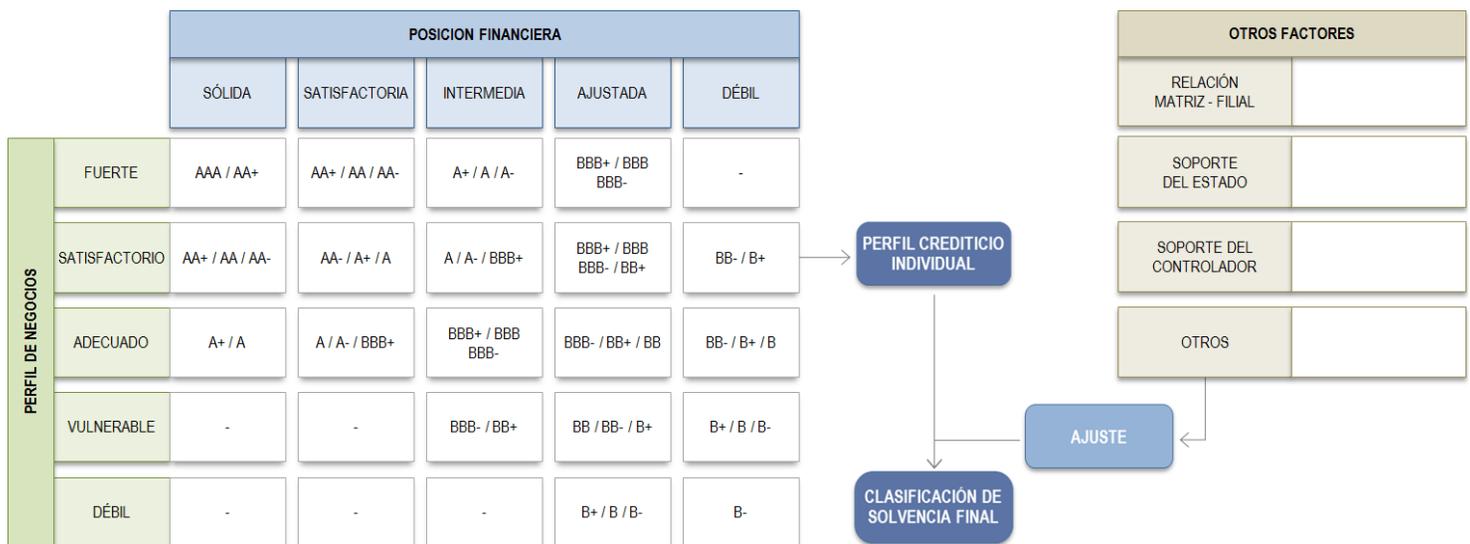
- CW "Fuerte (+)": la calificación puede subir.
- CW "Sensible (-)": la calificación puede bajar.

## 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:

- Thyare Garín – Analista Principal
- Esteban Sánchez – Analista Secundario
- Nicolás Martorell – Director Senior

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

Fecha de calificación: 26 de diciembre de 2024.

Tipo de reporte: Revisión Anual.

Estados Financieros referidos al 30.09.2024.

Calificadora: Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.

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

Avenida Perú esq. España N° 505 - Asunción | Paraguay

Tel: (595) 21 225485 // Email: [info@feller-rate.com.py](mailto:info@feller-rate.com.py)

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

NOTA: La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender, mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión y su emisor.

Mayor información sobre esta calificación en:

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

## METODOLOGÍA Y PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN

La metodología de calificación para corporaciones está disponible en <http://www.feller-rate.com/py/docs/pymetcorpo.pdf>En tanto, el procedimiento de calificación podrá encontrarlo en <http://www.feller-rate.com/py/docs/pyproceso.pdf>

## NOMENCLATURA

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

## 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.

ALEJANDRA ISLAS ROJAS  
CONSEJERO TITULAR

CAROLINA FRANCO  
CONSEJERO TITULAR

  
JOAQUIN DAGNINO  
CONSEJERO SUPLENTE

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 Clasificadora de Riesgo Ltda.