

**ACTA DE LA SESIÓN DE CALIFICACIÓN N° 338 DEL CONSEJO DE CALIFICACIÓN DE
FELLER RATE CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA**

En Santiago de Chile, a las 09:00 horas del 30 de diciembre de 2022, en reunión del Consejo de Calificación de Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda., integrado por los consejeros Señores Eduardo Ferretti, Esteban Peñailillo Menares y María Betsabé Weil, se revisaron los antecedentes relativos a la evaluación de las entidades calificadas por Feller Rate Clasificadora de Riesgo Limitada.

En esta reunión, el Consejo acordó, por unanimidad, asignar la siguiente calificación:

Entidad	Calificación Actual	
Núcleo S.A.E.	Solvencia	AApy
	Bonos PEG G1	AApy
	Tendencia	Estable

Los fundamentos de esta calificación y el análisis llevado a cabo están descritos más adelante en esta acta.

La evaluación practicada por Feller Rate se realizó sobre la base de un análisis de la información pública de la compañía y de aquella provista voluntariamente por ella. Específicamente, en este caso se consideró la siguiente información:

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- Características de la cartera de créditos (evolución)
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

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

NÚCLEO S.A.E.

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 67,2% de sus ingresos consolidados, a septiembre de 2022. 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 2022, los ingresos consolidados de Núcleo mantuvieron su tendencia, creciendo un 3,8% respecto de igual periodo de 2021, hasta alcanzar los Gs\$ 1.087.443 millones, asociado con un importante crecimiento en los servicios de internet fijo. A igual fecha, el Ebitda ajustado alcanzó los Gs\$ 473.787 millones, un 6,3% superior a lo alcanzado a septiembre de 2021, en línea con el crecimiento en los ingresos y con las eficiencias en costos y gastos operacionales.

De esta manera, al tercer trimestre de 2022, el margen Ebitda ajustado presentó un leve crecimiento hasta un 43,6% (42,9% a septiembre de 2021).

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 ajustada), alcanzando un promedio de un 162,5% en los últimos años (214,5% a septiembre de 2022).

Lo anterior, además permite financiar, de manera conservadora, los altos requerimientos de inversión inherentes a la industria, en conjunto con deuda financiera. Respecto de esto último, 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 emitió 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.

Así, a septiembre de 2022, la deuda financiera ajustada (excluyendo los efectos de la aplicación de la IFRS 16 e intereses) alcanzaba los Gs\$ 364.773 millones, esto es un 6,3% mayor a lo registrado a diciembre de 2021. Lo anterior ha sido mitigado, en parte, por un mayor capital patrimonial, resultando, a igual periodo, en un indicador de endeudamiento financiero ajustado de 0,4 veces (manteniéndose estable respecto del año anterior).

Por otro lado, a pesar del mayor nivel de deuda financiera, el incremento en la generación de Ebitda mencionado anteriormente ha permitido mantener sólidos indicadores de cobertura. En efecto, al tercer trimestre de 2022, la entidad evidenciaba una razón de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado de 0,1 veces y una cobertura de gastos financieros ajustados de 28,4 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: Se estima poco probable en el corto plazo.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACIÓN
PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO
<ul style="list-style-type: none">▪ 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
<ul style="list-style-type: none">▪ Alta y estable capacidad de generación de flujos operacionales.▪ Bajo nivel de endeudamiento, estructurado en el mediano plazo.▪ Robusta posición de liquidez.

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.

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

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

OFERTA DE SERVICIOS CON CRECIENTE DIVERSIFICACIÓN

La compañía estructura su *mix* de servicios en 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 2022 representaba un 67,2% 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 2022, un 18,5% de los ingresos por servicios, lo que se compara positivamente con lo exhibido a igual fecha de 2021 (14,6% de los ingresos por servicios), a raíz del crecimiento en este segmento, impulsado por 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 8,1%, al 30 de septiembre de 2022.

— 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 2022, esta línea de negocios se encontraba dentro del rubro "Otras ventas de servicios" en los estados financieros, la cual representaba un 6,1% 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 2022, Núcleo poseía más de 2,3 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 231.000 clientes (8.000 clientes en 2018), lo que representó cerca de un 29% del mercado nacional.

Adicionalmente, en el servicio de TV Satelital, mediante su empresa Tuves, Núcleo posee cerca de un 12% del mercado paraguayo.

Finalmente, mediante Personal Envíos, la entidad mantiene un 20% de la participación de mercado, destacando la positiva evolución respecto a periodos anteriores.

INDUSTRIA ALTAMENTE COMPETITIVA E INTENSIVA EN INVERSIONES

Debido a sus características intrínsecas, más allá de la relativa concentración de mercado que existe actualmente, la industria paraguaya de telecomunicaciones presenta un alto nivel de competitividad, presionando a las compañías a realizar esfuerzos comerciales y económicos para mantener sus posiciones competitivas y participaciones de mercado.

Por otra parte, las características de la industria exponen a las compañías incumbentes a realizar fuertes inversiones para mantener su posición de mercado, asociadas tanto a mantener la calidad y cobertura de sus redes, como a implementar nuevos productos y tecnologías explotables comercialmente y explorar las distintas áreas de desarrollo futuro.

En el caso de la telefonía móvil, la portabilidad numérica vigente desde 2012 y las tendencias internacionales de esta industria, impulsan al mercado paraguayo hacia la constante expansión tecnológica que les permita a los proveedores agregar valor a sus servicios de telefonía móvil, principalmente mediante servicios de internet y la disponibilidad de equipos con altas capacidades, por lo que los requerimientos de inversión hace que existan una mayor cantidad de empresas internacionales o con respaldo global compitiendo.

En el caso de los servicios de datos, la situación del mercado paraguayo es similar a los mercados internacionales, donde la penetración de los servicios móviles genera fuerte presión sobre los servicios tipo ADSL y vía cable módem, lo que obliga a los proveedores de servicios a incorporar tecnologías que le permita entregar mayores velocidades y ancho de banda.

Al respecto, en mayo de 2018, Núcleo comenzó a brindar servicios de banda ancha al hogar a través de fibra óptica. Ello, le permitió evidenciar velocidades promedio superiores a los 50 Mbps.

Por su parte, la televisión satelital en Paraguay es un mercado competitivo, al que se le debe incorporar los efectos de la constante incorporación de sustitutos y nuevas tecnologías, en conjunto con consumidores más informados, que exigen mayores atributos y opciones.

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

Adicionalmente, 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.

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 toques 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 la colaboración con municipios para llevar mayor conexión a plazas, escuelas 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 de la macroestructura en el Programa de Compliance que abarca: Código de Ética y Conducta, Conflicto de Intereses y Política Antifraude y Anticorrupción.

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, impulsado por los efectos de la pandemia.

A diciembre de 2021, los ingresos de la compañía alcanzaron los Gs\$ 1.418.991 millones, registrando un incremento del 8,8% 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 77,3%, sumado a un incremento en la línea de otros servicios, que compensaron la disminución de un 6,0% 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 Núcleo, llevó a un crecimiento de un 19,9% en la generación de Ebitda ajustado (que excluye los efectos de la implementación de la IFRS 16), hasta alcanzar los Gs\$ 624.872 millones, con un margen Ebitda ajustado de un 44,0% (40,0% a diciembre de 2020).

A septiembre de 2022, los ingresos consolidados de Núcleo mantuvieron su tendencia, creciendo un 3,8% respecto de igual periodo de 2021, hasta alcanzar los Gs\$ 1.087.443 millones, asociado con un importante crecimiento en los servicios de internet fijo. A igual fecha, el Ebitda ajustado alcanzó los Gs\$ 473.787 millones, un 6,3% superior a lo alcanzado a septiembre de 2021, en línea con el crecimiento en los ingresos y con las eficiencias en costos y gastos operacionales.

De esta manera, al tercer trimestre de 2022, el margen Ebitda ajustado presentó un leve crecimiento hasta un 43,6% (42,9% a septiembre de 2021).

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 ajustada), alcanzando un promedio de un 162,5% en los últimos años (214,5% a septiembre de 2022).

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 2022, la deuda financiera ajustada (excluyendo los efectos de la aplicación de la IFRS 16 e intereses) alcanzaba los Gs\$ 364.773 millones, esto es un 6,3% mayor a lo registrado a diciembre de 2021. Lo anterior ha sido mitigado, en parte, por un mayor capital patrimonial, resultando, a igual periodo, en un indicador de endeudamiento financiero ajustado de 0,4 veces (manteniéndose estable respecto del año anterior).

Por otro lado, a pesar del mayor nivel de deuda financiera, el incremento en la generación de Ebitda mencionado anteriormente ha permitido mantener sólidos indicadores de cobertura. En efecto, al tercer trimestre de 2022, la entidad evidenciaba una razón de deuda financiera neta ajustada sobre Ebitda ajustado de 0,1 veces y una cobertura de gastos financieros ajustados de 28,4 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 2022, a una posición de caja y equivalentes por Gs\$ 301.927 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\$ 782.616 millones.

Lo anterior, frente a vencimientos de deuda financiera ajustada en el corto plazo por Gs\$ 47.720 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.

RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de guaraníes

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sep. 2021	Sep. 2022
Ingresos Operacionales	967.784	1.024.719	1.018.431	1.144.956	1.205.170	1.303.989	1.418.991	1.047.830	1.087.443
Ebitda ⁽¹⁾	320.903	323.759	376.560	410.962	471.118	573.271	684.362	487.763	518.512
Ebitda Ajustado	320.903	323.759	376.560	410.962	421.628	520.973	624.872	449.576	473.787
Resultado Operacional	100.482	57.758	128.421	182.267	171.234	215.817	259.244	185.515	193.598
Ingresos Financieros	6.203	9.301	6.739	6.068	6.746		6.556		
Gastos Financieros	-14.519	-23.262	-13.961	-27.343	-37.777	-44.243	-53.024	-39.363	-21.331
Gastos Financieros Ajustados	-14.519	-23.262	-13.961	-27.343	-23.017	-35.444	-41.579	-30.779	-12.067
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	53.399	35.563	102.118	135.361	124.977	133.938	205.670	139.620	161.546
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	243.458	353.037	324.417	349.075	436.474	629.580	706.989	463.424	539.051
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	243.458	353.037	324.417	349.075	436.474	629.580	706.989	463.424	539.051
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	228.998	329.200	308.965	325.041	399.571	587.934	666.576	428.558	503.722
Inversiones en Activos Fijos Netas	-282.266	-290.077	-187.033	-305.010	-459.161	-493.510	-287.763	-211.198	-303.028
Inversiones en Acciones					-6.307				
Flujo de Caja Libre Operacional	-53.268	39.123	121.932	20.031	-65.897	94.424	378.813	217.360	200.694
Dividendos Pagados	-66.456	-3.544	-40.000	-115.000	-90.000	-90.000	-140.000	-70.000	-150.000
Flujo de Caja Disponible	-119.724	35.579	81.932	-94.969	-155.897	4.424	238.813	147.360	50.694
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-119.724	35.579	81.932	-94.969	-155.897	4.424	238.813	147.360	50.694
Variación de Deudas Financieras	70.084	-27.054	-80.030	228.000	84.242	36.911	28.069	28.069	
Otros Movimientos de Financiamiento	1.846	145	-1.371	7.265	-27.685	-29.598	-65.220	-24.749	-33.342
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-47.794	8.670	531	140.296	-99.340	11.737	201.662	150.680	17.352
Caja Inicial	68.813	21.019	29.689	30.220	170.516	71.176	82.913	82.913	284.575
Caja Final	21.019	29.689	30.220	170.516	71.176	82.913	284.575	233.593	301.927
Caja y Equivalentes	21.019	29.689	30.220	170.516	71.176	82.913	284.575	233.593	301.927
Caja y Equivalentes Ajustada	21.019	29.689	30.220	170.516	71.176	82.913	284.575	233.593	301.927
Cuentas por Cobrar Clientes	151.850	164.272	64.913	63.714	59.535	45.965	48.982	50.273	63.037
Inventario	47.926	21.667	7.907	14.588	21.271	13.834	15.405	11.562	11.221
Deuda Financiera	230.664	203.032	121.372	355.215	537.367	567.507	623.780	644.278	617.733
Deuda Financiera Ajustada	230.664	203.032	120.000	347.088	432.232	470.111	343.095	336.087	364.773
Activos Totales	1.137.362	1.100.963	1.097.742	1.424.434	1.630.437	1.721.713	1.960.440	1.931.978	2.011.004
Pasivos Totales	560.852	488.910	402.215	719.724	897.016	944.355	1.117.412	1.155.000	1.156.429
Patrimonio + Interés Minoritario	576.510	612.073	695.526	704.710	733.421	777.358	843.028	776.978	854.574

1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones.

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

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sep. 2021	Sep. 2022
Margen Bruto (%)	66,4%	62,6%	71,4%	73,6%	69,9%	67,1%	66,0%	66,9%	66,2%
Margen Operacional (%)	10,4%	5,6%	12,6%	15,9%	14,2%	16,6%	18,3%	17,7%	17,8%
Margen Ebitda (%)	33,2%	31,6%	37,0%	35,9%	39,1%	44,0%	48,2%	46,5%	47,7%
Margen Ebitda Ajustado (%)	33,2%	31,6%	37,0%	35,9%	35,0%	40,0%	44,0%	42,9%	43,6%
Rentabilidad Patrimonial (%)	9,3%	5,8%	14,7%	19,2%	17,0%	17,2%	24,4%	22,9%	26,6%
Costo/Ventas	33,6%	37,4%	28,6%	26,4%	30,1%	32,9%	34,0%	33,1%	33,8%
Gav/Ventas	56,0%	57,0%	58,8%	57,7%	55,7%	50,6%	47,8%	49,2%	48,4%
Días de Cobro	56,5	57,7	22,9	20,0	17,8	12,7	12,4	13,1	15,6
Días de Pago	272,6	189,1	227,5	329,7	267,2	208,9	268,1	249,2	281,3
Días de Inventario	53,1	20,4	9,8	17,4	21,1	11,6	11,5	9,1	8,0
Endeudamiento Total	1,0	0,8	0,6	1,0	1,2	1,2	1,3	1,5	1,4
Endeudamiento Financiero	0,4	0,3	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7
Endeudamiento Financiero Neto	0,4	0,3	0,1	0,3	0,6	0,6	0,4	0,5	0,4
Endeudamiento Financiero Ajustado	0,4	0,3	0,2	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado	0,4	0,3	0,1	0,3	0,5	0,5	0,1	0,1	0,1
Deuda Financiera / Ebitda (vc)	0,7	0,6	0,3	0,9	1,1	1,0	0,9	1,0	0,9
Deuda Financiera Ajustada / Ebitda Ajustado (vc)	0,7	0,6	0,3	0,8	1,0	0,9	0,5	0,6	0,6
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc)	0,7	0,5	0,2	0,4	1,0	0,8	0,5	0,6	0,4
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda Ajustado (vc)	0,7	0,5	0,2	0,4	0,9	0,7	0,1	0,2	0,1
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	22,1	13,9	27,0	15,0	12,5	13,0	12,9	12,6	20,4
Ebitda Ajustado / Gastos Financieros Ajustados	22,1	13,9	27,0	15,0	18,3	14,7	15,0	14,7	28,4
FCNOA / Deuda Financiera (%)	105,5%	173,9%	267,3%	98,3%	81,2%	110,9%	113,3%	106,7%	126,7%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	116,1%	203,7%	355,9%	189,0%	93,6%	129,9%	208,4%	167,4%	247,8%
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada (%)	105,5%	173,9%	270,3%	100,6%	101,0%	133,9%	206,1%	204,6%	214,5%
FCNOA / Deuda Financiera Neta Ajustada (%)	116,1%	203,7%	361,3%	197,7%	120,9%	162,6%	1208,1%	670,8%	1245,3%
Liquidez Corriente (vc)	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4	0,6	0,7	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	Quirografica

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

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

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

Fecha de calificación: 30 de diciembre de 2022.

Tipo de reporte: Revisión anual.

Estados Financieros referidos al 30.09.2022.

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

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 clasificación visite <http://www.feller-rate.com.py/gp/nomenclatura2.asp>

DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA INFORMACIÓN EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN

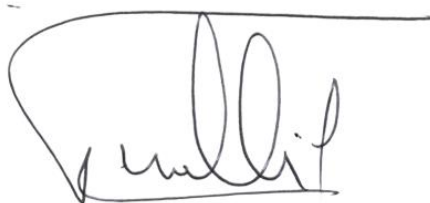
La evaluación practicada por Feller Rate se realizó sobre la base de un análisis de la información pública de la compañía y de aquella provista voluntariamente por ella. Específicamente, en este caso se consideró la siguiente información:

- Administración y estructura organizacional
- Propiedad
- Características de los negocios e industria en la que se desenvuelve el emisor.
- Informes de control
- Características de la cartera de créditos (evolución)
- Tecnología y operaciones
- Información financiera (evolución)

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

El Consejo deja constancia que en el proceso de evaluación de las entidades calificadas no se desarrollaron auditorías de los estados financieros. No obstante, con una periodicidad anual o según lo amerite la situación, Feller Rate revisa y analiza en terreno los procedimientos de crédito, con particular énfasis en los procedimientos de control y cuantificación del riesgo. Este análisis incluye, entre otros, la revisión de manuales operativos, manuales de crédito y de garantías e informes de auditoría y de control interno. Asimismo, incluye la revisión de una muestra de carpetas de crédito con el objetivo de verificar el cumplimiento de los procedimientos y evaluar la información disponible sobre los deudores en las diversas instancias de la gestión crediticia.


Vistos todos los puntos considerados y por acuerdo de todos los miembros del Consejo, se levantó la sesión a las 09:30 horas, designándose como firmantes a los Señores Eduardo Ferretti, Esteban Peñailillo Menares y María Betsabé Weil.



EDUARDO FERRETTI
CONSEJERO



ESTEBAN PEÑAILILLO
CONSEJERO



MARÍA BETSABÉ WEIL
CONSEJERO