

# Núcleo S.A.E.

## Factores relevantes de la calificación

**Asignación de calificación:** FIX asignó en categoría AApy a la calificación de emisor de largo plazo de Núcleo S.A.E. (en adelante, Núcleo o la compañía) y en categoría pyAAA a la calificación de los Programas de Emisión Global de Bonos (PEG) G1 vigente y G2 a emitir por parte de la compañía. La calificación se fundamenta en las licencias para operar telecomunicaciones adjudicadas a la compañía detentando una sólida posición de mercado que le permiten generar rentabilidades estables en torno al 50%, con niveles de apalancamiento por debajo de 1x. Si bien la compañía opera en un negocio intensivo en inversiones de capital para poder mantener sus servicios, genera suficientes flujos para hacer frente a esa demanda. La calificación incorpora asimismo el vínculo con Telecom Argentina S.A. (calificada por Fitch Ratings en B-, Perspectiva Estable, a escala internacional).

**Sólida posición de mercado:** La compañía presenta una sólida posición de mercado en los segmentos en que opera, contando a diciembre 2025 con 345 mil clientes en el segmento de Internet y 2,6 millones en Telefonía, consolidando la posición de la compañía en torno a un 30% de participación en sus principales segmentos. Tanto su posición, como cambios en la composición de servicios ofrecidos por la compañía, fundamentan una generación de EBITDA con márgenes crecientes respecto a ventas, para ubicarse en el equivalente a USD 114 millones con un margen del 53% para 2025, según calculado por FIX (Gs 1.630,2 mil millones de Ventas, con un EBITDA de 862,8 mil millones). FIX espera que, a partir de recomposición de precios medido en dólares e incremento de la base de clientes, la compañía genere ventas en torno a los USD 240-250 millones para próximos ejercicios, con una generación de EBITDA superior a los USD 100 millones anuales y márgenes en línea con años anteriores. Asimismo, la compañía opera desde 1998, con renovaciones constantes de licencias y un positivo historial de cumplimiento regulatorio, con licencias que vencen entre 2027 y 2029. Las mismas se adjudican por un periodo de 5 años, donde FIX espera que la compañía podrá continuar renovando satisfactoriamente las mismas, a partir de su trayectoria de cumplimiento.

**Generación positiva de flujos operativos y bajo apalancamiento:** Núcleo posee una generación de Flujos de Caja Operativos (FCO) históricamente positivos, en línea con su generación de EBITDA, y promediando los USD 90 millones en los últimos 5 ejercicios, fundamentado en reducidos requerimientos de financiación de capital de trabajo y un bajo apalancamiento que resulta en una carga de intereses que promedia USD 5 millones anuales para los últimos 5 ejercicios. Al respecto, la compañía se encuentra en un proceso de desendeudamiento desde 2023, con niveles de deuda equivalentes a los USD 72 millones (Gs 470,7 mil millones, incluye pasivos por arrendamientos) y un apalancamiento a EBITDA de 0,6x para 2025, medido en dólares, ascendiendo a 0,5x en moneda local. Excluyendo pasivos por arrendamiento, el ratio de apalancamiento se reduce a 0,3x. FIX espera, para próximos ejercicios, que la compañía mantenga un apalancamiento inferior al 1x, incorporando inversiones de capital anuales en torno a los USD 70 millones y deuda adicional en torno a USD 36 millones para 2026, a partir de la emisión del PEG G2.

**Negocio intensivo en inversiones de capital:** FIX entiende que Núcleo opera en segmentos intensivos en inversiones de capital para mantenimiento, renovación y expansión de infraestructura. Sin embargo, la compañía detentó un Flujo de Fondos Libre (FFL) positivo durante los últimos 5 ejercicios, con inversiones de capital anuales en torno a USD 52 millones y una política conservadora de dividendos. Cabe aclarar que, dada la reciente licitación local de espectro 5G, la compañía no ha participado de la misma y se encuentra evaluando alternativas para el despliegue del servicio.

**Vínculo con casa matriz:** La calificación incorpora el vínculo entre Núcleo y su controlante Telecom Argentina S.A. (calificada por Fitch Ratings en B- con Perspectiva Estable, en escala

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	AApy
Prospecto del Programa de Emisión Global de Bonos G1 por Gs 500.000 millones*	pyAAA
Prospecto del Programa de Emisión Global de Bonos G2 por Gs 500.000 millones*	pyAAA
*ver Anexo III	
Tendencia	Estable

### Resumen Financiero

Núcleo S.A.E.		
Gs millones	31/12/2025	31/12/2024
	Año móvil	12 Meses
Total Activos	2.199.678	2.294.444
Deuda Financiera	470.708	576.677
Ingresos	1.630.183	1.541.406
EBITDA	862.815	775.623
EBITDA (%)	52,9	50,3
Deuda / EBITDA (x)	0,5	0,7
Deuda Neta Total / EBITDA(x)	0,4	0,4
EBITDA / Intereses (x)	41,5	25,2

### Criterios Relacionados

[Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Corporativas, Registrado ante la Comisión Nacional de Valores, Paraguay.](#)

### Analistas

Analista Principal  
Lisandro Sabarino  
Director  
[lisandro.sabarino@fixscr.com](mailto:lisandro.sabarino@fixscr.com)  
+54 11 5235 8100




Analista Secundario  
Leticia Wiesztort  
Directora Asociada  
[leticia.wiesztort@fixscr.com](mailto:leticia.wiesztort@fixscr.com)  
+54 11 5235 8119

internacional), con una participación en el capital del 67,5% y sumado a sinergias estratégicas y operativas derivadas de la experiencia de su gobierno corporativo, uso de marca y consolidación de costos de operación, así como la amplia flexibilidad financiera que detenta Telecom a parte de sus emisiones locales e internacionales en el mercado financiero.

## Sensibilidad de la calificación

Factores que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una acción de calificación negativa:

- i) cambios regulatorios o en otorgamiento y renovación de licencias que afecten negativamente la operativa de la compañía;
- ii) modificaciones en las condiciones de mercado que representen un deterioro sostenido de la participación de mercado en los principales segmentos donde opera; y/o
- iii) políticas financieras más agresivas, que se traduzcan en Flujo de Fondos Libres negativos de manera sostenida y niveles de apalancamiento respecto a EBITDA superiores al 1,5x.

## Liquidez y Estructura de Capital

**Holgada liquidez:** Núcleo ha presentado una holgada liquidez para los últimos 5 ejercicios, cubriendo con Caja e Inversiones corrientes sus respectivos vencimientos de deuda de corto plazo y presentando un apalancamiento neto que promedia el 0,4x medido en dólares. A diciembre 2025, el total de deuda de la compañía asciende al equivalente a USD 72 millones (USD 39 millones excluyendo pasivos por arrendamiento), compuesto en un 54% (USD 39 millones) por las Series 4 y 5 de Bonos emitidas por la compañía bajo su PEG G1 y el remanente por arrendamientos. Dichas series poseen vencimiento a 2028 (Serie 4, USD 20 millones) y 2031 (Serie 5, USD 19 millones), mientras que los vencimientos corrientes, a diciembre 2025, ascienden al equivalente a USD 6 millones, Gs 37,3 mil millones. Núcleo posee una estructura de capital conservadora, donde el 55% del activo se encuentra financiado por patrimonio propio.

## Perfil del Negocio

Núcleo brinda servicios de telefonía fija, telefonía móvil, acceso a internet y TV por suscripción, concentrados a través de su marca "Personal". Según el tipo de servicio y licencia provista por el Regulador, la compañía posee cobertura nacional y en los principales centros urbanos de Paraguay.

Respecto a los segmentos en los que opera Núcleo, los Servicios Móviles han mostrado un declive en la participación de ventas desde 2019 (USD 164 millones, que representan el 85% del total de ventas) para ubicarse en los USD 132 millones en 2025 (61% del total de ventas del ejercicio), aunque con un incremento en la cantidad de usuarios en 2025, que se ubicó en 2,6 millones (18,6% respecto a valores de 2024) según información provista por la compañía.

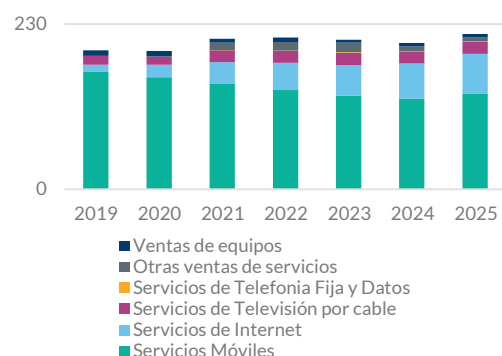
Por otro lado, los Servicios de Internet han aumentado su participación en los ingresos de Núcleo, representando el equivalente a USD 56 millones a diciembre 2025, un 25% del total respecto al 5% de participación en 2019. Esto se fundamenta en el incremento de parque de usuarios de la compañía, incrementándose un 76% entre 2019 y 2025 para ascender a los 345 mil usuarios, con un ARPU estable medido en moneda local.

## Posición Competitiva

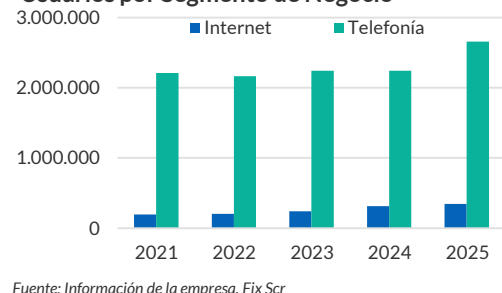
Los segmentos en los que opera la compañía se encuentran fuertemente regulados, existiendo en la mayoría de estos 4 participantes que concentran alrededor de 90% del mercado de Telecomunicaciones. En Servicios Móviles e Internet, Núcleo compite principalmente con Millicom, que opera bajo la marca "Tigo" y Claro Paraguay. En el segmento móvil, la compañía posee alrededor del 27% la cuota de mercado, según información de gestión provista. Por otro lado, la compañía posee una cuota de alrededor del 14% en Televisión por cable.

A la fecha, la compañía posee 4 licencias habilitadas con la Comisión Nacional de Telecomunicaciones (CONATEL), por las cuales Núcleo abonó, al momento de las respectivas

Volumen de Ventas (en millones USD)



Usuarios por Segmento de Negocio



renovaciones, un Derecho de Renovación que oscila entre 3 y 4% del monto de inversiones de capital comprometidas. Por otro lado, según normativa vigente, la compañía se compromete a mantener ciertos niveles de calidad de servicio y, según licencia en particular, proveer ciertos servicios al Estado Nacional, como a destinar determinadas inversiones en virtud de las Obligaciones Regulatorias para la Universalización del Acceso a servicios de telecomunicaciones.

La compañía se encuentra avanzando en renovación de la licencia con vencimiento en mayo 2026, según información de gestión provista, manteniendo niveles similares de inversiones de capital a las comprometidas en la renovación previa, en torno a USD 43 millones en los próximos 5 años.

Licencia	Última Renovación	Vencimiento	Cobertura
Servicio de Telefonía Móvil Celular (STMC)	oct-22	oct-27	Nacional (Banda B); Asunción, Ciudad del Este y Encarnación (Banda B')
STMC e Internet y Transmisión de Datos	feb-24	feb-29	Nacional
Internet y Transmisión de Datos	may-21	may-26	Acceso a la red de Telecom Argentina S.A. a través de fibra óptica en puntos de Asunción, Ciudad del Este y Encarnación. Nodos de distribución de cobertura nacional.
Servicios Personales de Comunicación	oct-22	oct-27	Nacional

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Respecto al despliegue de tecnología 5G, adjudicado a Claro Paraguay y Nubicom (compañía argentina de telecomunicaciones), cabe aclarar que la compañía no ha participado de la misma y se encuentra evaluando alternativas para el despliegue del servicio.

### Administración y calidad de los accionistas

La propiedad accionaria de Núcleo se encuentra concentrada en un 67,5% por parte de Telecom Argentina S.A. (calificada por Fitch Ratings en B- con Perspectiva Estable, en escala internacional), quien detenta el control de la compañía. El restante 32,5% corresponde a ABC Telecomunicaciones S.A., parte del Grupo AZETA, conglomerado empresarial con negocios diversificados en Paraguay que comprende Agronegocios, Comercio Minoristas y Centros Comerciales, Energía, Finanzas, Industria, Negocios Inmobiliarios y Telecomunicaciones, entre otros. En 2024, Núcleo transfirió su participación accionaria en Personal Envíos a su controlante Telecom Argentina S.A., ascendiendo al 67,5% del paquete accionario, en virtud de reorganización societaria.

### Riesgo del sector

Las telecomunicaciones pueden ser considerado una industria madura, intensiva en capital y se encuentra expuesta a cambios tecnológicos constantes, así como a la competencia concentrada en un reducido número de operadores grandes en cada país. Las características y naturaleza regulada del sector conforman importantes barreras de entrada a nuevos competidores y los cambios tecnológicos proporcionan oportunidades de crecimiento aún en entornos económicos adversos. El sector en Latinoamérica está afectado por la debilidad en los niveles de consumo y niveles de tasas de interés todavía elevados que han presionado los ARPU, manteniendo elevados gastos de capital relacionados con el despliegue de fibra óptica y la instalación y expansión de las redes con tecnología 5G.

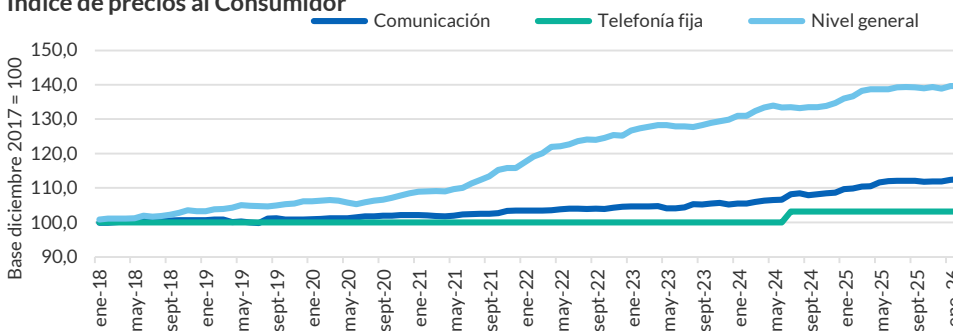
En Paraguay, las Telecomunicaciones se encuentran reguladas por la Ley 642/95, modificada y ampliada por la Ley 4179/11, reglamentadas por el Decreto 14135/96, que encargan a la Comisión Nacional de Telecomunicaciones (CONATEL) la potestad de dictar reglamentos y normas técnicas, elaborar el Plan Nacional de Telecomunicaciones, administrar el espectro radioeléctrico, regular y fiscalizar el otorgamiento y cesión de licencias, entre otros. La normativa establece un derecho de licencia que se abona por única vez en cada periodo de licencia, y que, para renovación de estas, se establecerá en base a las ampliaciones o nuevas

inversiones licitadas por la compañía. Por otro lado, se establece un canon anual, en concepto de explotación comercial, de hasta el 1% de los ingresos brutos del prestador de servicios.

La normativa establece una distinción entre Servicios Básicos (prestados en régimen de concesión), Servicios de Difusión y Otros servicios (que se prestan en régimen de licencia o autorización). Los servicios de telefonía móvil celular, personales de comunicaciones e internet y transmisión de datos son clasificados como servicios de valor agregado, mientras que el servicio televisión dirigida al hogar está clasificado como servicio de difusión. Los servicios de valor agregado se brindan bajo un régimen de licencia que se otorga por resolución de la CONATEL y el periodo de licencia es de 5 años renovables, mientras que la licencia del servicio de televisión dirigida al hogar es por el plazo de 10 años. Las licencias se renuevan previo proceso de verificación del cumplimiento de las obligaciones regulatorias establecidas para el periodo que vence y la presentación de un proyecto técnico y de inversión que sirve de base imponible para el cálculo del derecho de licencia que varía entre 3% y 5% según el valor de la inversión. Ver apéndice B (información respecto al marco regulatorio provista por la compañía).

Adicionalmente las licencias de servicios de valor agregado poseen obligaciones económicas adicionales bajo la figura de "obligaciones sociales y regulatorias" que imponen la obligación de despliegue de infraestructuras en zonas de baja densidad poblacional y de servicios a instituciones públicas como escuelas y hospitales. Respecto a precios, la regulación establece un esquema de topes tarifarios o precios máximos, con ajustes semestrales según Decreto 6999/2017 de la CONATEL.

### Índice de precios al Consumidor



Fuente: Banco Central del Paraguay, Fix Scr.

Finalmente, en el Plan Estratégico Institucional para 2025-2029 de la CONATEL, se establece la voluntad de modificar la Ley de Telecomunicaciones incluyendo actualización normativa, la transición de TV analógica a TV Digital y el otorgamiento de licencias para despliegue de red 5G. A la fecha, se encuentran licitados los despliegues de tecnología 5G para Claro Paraguay y Nubicom (compañía argentina de telecomunicaciones).

## Factores de riesgo de la compañía

**Exposición a cambios regulatorios:** La operativa de la compañía se encuentra expuesta a la evolución del marco normativo y renovación de licencias de operación por parte de CONATEL. Un marco normativo menos favorable, así como la no renovación de licencias de operación podrían deteriorar la posición de mercado de la compañía o representar mayores costos de operación.

**Posición de mercado:** Si bien Núcleo detenta una sólida posición de mercado en los segmentos donde opera, estos se encuentran fuertemente concentrados. A pesar de que el mercado de Telecomunicaciones local se encuentra regulado y posee barreras naturales al ingreso dada su intensidad de capital, cambios en las condiciones de mercado y/o el ingreso de nuevos participantes podrían deteriorar la posición de mercado de la compañía.

## Factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG)

En el sector de Telecomunicaciones, los factores Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ESG) son, en términos ambientales, la gestión de energía por el consumo de grandes torres de transmisión, gestión de los equipos eléctricos y electrónicos asociados al

mayor tráfico de datos, nivel de cobertura de redes de fibra de distribución óptica que permiten optimizar el consumo energético e implementación de iniciativas de eficiencia energética, energías renovables, eficiencia del consumo energético para el enfriamiento de los equipos de centro de datos, gestión de residuos electrónicos, la medición de la huella de carbono de los distintos alcances y compromisos de reducción de emisiones de Gases de Efecto Invernadero en los procesos, impacto de la instalación de infraestructura en la biodiversidad y ecosistemas sensibles.

En la perspectiva social, la importancia de la gestión de riesgos cibernéticos, protección de datos, confiabilidad de la red, impacto de la emisión de ondas de frecuencia en la salud y seguridad de la comunidades, la inclusión, y alcance de grupos sociales vulnerables, accesibilidad y asequibilidad de productos básicos y los diferentes programas asociados que permitan el desarrollo de estos grupos, Políticas de recursos humanos (incluyendo tipos de contratación, diversidad e inclusión, entre otros), evaluación y políticas de seguridad e higiene, de tasas de lesiones y siniestros de empleados y contratistas.

En cuanto al Gobierno Corporativo, la conformación del directorio, la independencia en la toma de decisiones y la capacidad técnica de la alta gerencia en la implementación de factores ESG y el desarrollo de un plan estratégico a futuro sin incurrir en altos niveles de apalancamiento, la transparencia en la estructura del capital accionario y de poder de voto que permitan no afectar las posiciones de los distintos grupos inversores las mejores prácticas de gobernanza, políticas anticorrupción, certificaciones sustentables, y diferentes tipos de Reporting, las emisiones de Bonos Verdes, Sociales, Sostenibles o vinculados a la sostenibilidad.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

Núcleo presenta ventas estables, en torno a USD 210 millones desde 2021, ascendiendo a USD 216 millones en 2025 dado el incremento de usuarios de la compañía durante el último ejercicio en sus segmentos de Internet y Telefonía.

A su vez, la compañía muestra una generación estable de EBITDA, medido en dólares, que promedia los USD 100 millones desde 2021, con un margen en torno al 48% respecto a ventas, que presenta una leve tendencia al alza desde 2020. A 2025, el EBITDA ascendió a USD 114 millones, con un margen del 53%.

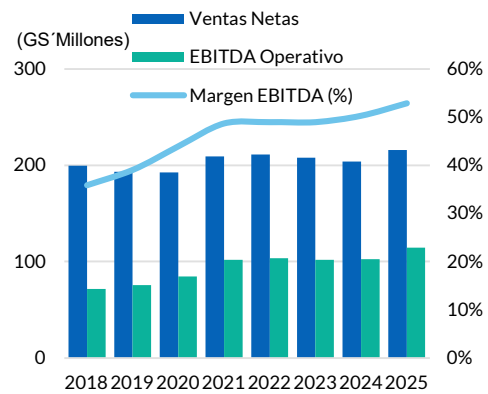
En adelante, FIX espera que la compañía mantenga un nivel de ventas en torno a USD 240-250 millones, a partir de recomposición de precios e incorporación de nuevos usuarios en los próximos ejercicios. Se espera, a su vez, un EBITDA estable en torno a USD 100 millones, con márgenes en línea con años anteriores.

### Flujo de Fondos

Núcleo muestra históricamente un Flujo Generado por las Operaciones (FGO) positivo, que promedia los USD 96 millones desde 2018, con requerimientos oscilantes de financiación de capital de trabajo que resultan en un Flujo de Caja Operativo (FCO) históricamente positivo, promediando los USD 87 millones. A 2025, el FGO ascendió a USD 121 millones, como resultado del incremento del EBITDA, con un FCO de USD 100 millones que incorpora una reducción en días de pago a proveedores por parte de la compañía.

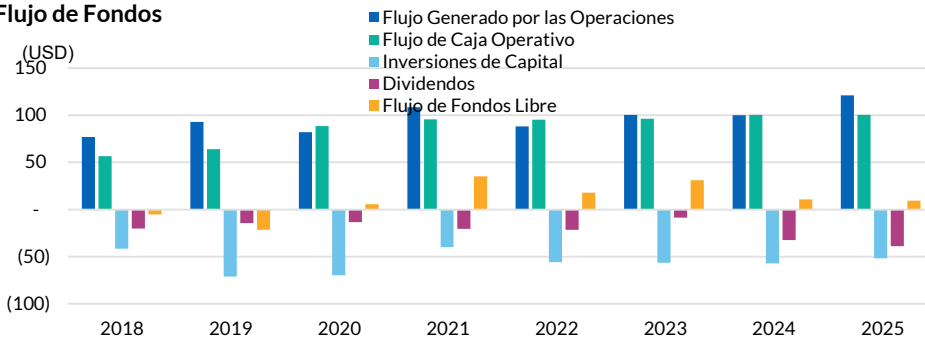
Por otro lado, Núcleo requiere regularmente de inversiones de capital, en línea con los acuerdos de concesión y licencia de los servicios que presta, promediando un 27% de las ventas anuales de la compañía desde 2018, o en torno a USD 55 millones anuales. A su vez, la compañía distribuye dividendos que promedian USD 21 millones anuales. Esto resulta en un Flujo de Fondos Libre (FFL) positivo desde 2021, aunque neutro en los últimos ejercicios. A diciembre 2025, Núcleo realizó inversiones de capital por USD 52 millones, con reparto de dividendos por USD 39 millones, que resultó en un FFL positivo en USD 9 millones.

### Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

FIX espera, en adelante, que la compañía mantenga la generación de flujos operativos estables para los próximos ejercicios. Por otro lado, tanto las inversiones de capital esperadas por Núcleo, en torno a USD 60/70 millones anuales entre 2026 y 2028, así como la política de reparto de dividendos de la compañía, generarían un Flujo de Fondos Libre neutro durante los próximos periodos.

### Liquidez y Estructura de Capital

Núcleo opera, históricamente, con una posición de liquidez holgada, cubriendo con Caja y Equivalentes los vencimientos corrientes (a excepción de 2022). A diciembre 2025, la compañía posee USD 6 millones en vencimientos de corto plazo, que corresponden a intereses por Bonos emitidos, habiendo reducido sus obligaciones corrientes desde 2023 a partir de la cancelación de las Series 1 a 3 de Bonos.

A diciembre 2025, la deuda total de Núcleo asciende a USD 72 millones, incluyendo intereses devengados a la fecha. Esta se compone en un 54% de Bonos emitidos por la compañía bajo su Programa Global de Emisión (PEG) G1, Series 4 y 5 denominadas en guaraníes, por Gs 130.000 millones y Gs 120.000 millones respectivamente, equivalentes a USD 38 millones a diciembre 2025, y el remanente por arrendamientos. Estas poseen amortización al vencimiento en febrero 2028 (Serie 4) y enero 2031 (Serie 5). Desde 2024, la compañía ha mostrado un proceso de desendeudamiento a partir de la generación de flujos positivos, reduciendo su nivel de deuda desde USD 90 millones en 2023, cancelando las Series 1 a 3 de Bonos emitidas entre 2019 y 2020, con vencimiento entre 2024 y 2025.

Respecto al apalancamiento, dado los márgenes estables que presenta Núcleo y la reducción de su nivel de deuda, este se ha reducido desde el pico de 1,1x medido en dólares respecto a EBITDA en 2019 (coincidente con la emisión de las Series 1 y 2 de Bonos) a 0,6x en 2025. A su vez, el apalancamiento neto (incorporando Caja y Equivalentes), ascendió a 0,4x medido en dólares a diciembre 2025, mientras que el apalancamiento excluyendo pasivos por arrendamiento se redujo a 0,3x.

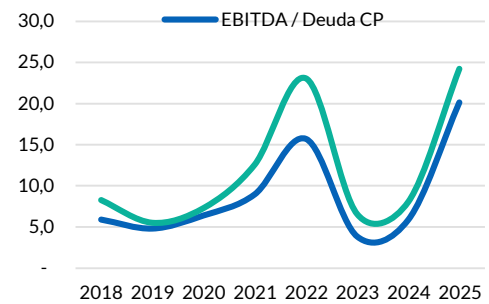
La compañía posee una estructura de capital conservadora, donde el 55% del activo se encuentra financiado por patrimonio propio.

Fix espera, para 2026, un nivel de deuda en torno a USD 110 millones en vista de la generación esperada de Flujo de Fondos Libre negativo considerando la expectativa de inversiones de capital y reparto de dividendos de la compañía. Asimismo, se espera un apalancamiento a EBITDA en torno a 1x para los próximos ejercicios.

### Fondeo y Flexibilidad Financiera

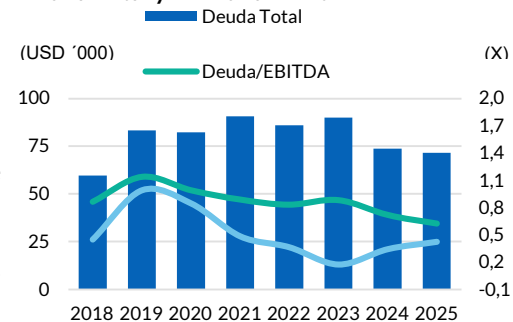
Núcleo muestra un probado acceso al mercado de capitales local, habiéndose aprobado en 2019 su Programa de Emisión Global (PEG) G1, denominado en moneda local por hasta Gs. 500 mil millones. La compañía ha emitido la totalidad del PEG, en 5 Series de Bonos. Es expectativa de FIX, a su vez, que la compañía obtenga aprobación en el corto plazo de su PEG G2, denominado en guaraníes, que permita renovación de vencimientos en 2028 correspondientes a la Serie 4 de Bonos y continuar con el plan de inversiones de la compañía.

### Indicadores de Liquidez



Fuente: Información de la empresa, Fix

### Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Núcleo S.A.E.

(millones de Gs, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

#### Rentabilidad

	2025	2024	2023*	2022*	2021*	2020*
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
EBITDA Operativo	862.815	775.623	743.221	722.485	690.918	573.271
Margen de EBITDA	52,9	50,3	49,0	49,0	48,7	44,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	55,7	49,2	45,9	43,0	53,0	44,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	4,3	5,2	15,0	8,5	16,8	2,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	67,8	61,5	54,7	45,5	25,4	34,5

#### Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	44,9	25,6	18,6	15,8	18,8	14,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	41,5	25,2	17,9	17,4	16,8	13,7
EBITDA / Servicio de Deuda	14,9	4,6	3,2	8,0	5,8	4,3
FGO / Cargos Fijos	44,9	25,6	18,6	15,8	18,8	14,3
FFL / Servicio de Deuda	1,6	0,7	1,1	1,9	2,3	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	4,2	2,5	3,4	5,8	4,7	1,2
FCO / Inversiones de Capital	1,9	1,8	1,7	1,7	2,4	1,3

#### Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	0,5	0,7	0,8	1,0	0,8	1,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,5	0,7	0,9	0,9	0,9	1,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,4	0,4	0,2	0,4	0,5	0,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,8	10,7	12,7	13,1	6,9	14,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	7,9	23,6	29,4	7,6	12,5	16,1

#### Balance

Total Activos	2.199.678	2.294.444	2.402.642	2.088.253	1.960.440	1.721.713
Caja e Inversiones Corrientes	152.992	300.932	526.592	355.536	284.575	82.913
Deuda Corto Plazo	37.284	136.175	192.728	48.316	78.211	91.282
Deuda Largo Plazo	433.424	440.502	462.396	583.619	545.569	476.225
Deuda Total	470.708	576.677	655.124	631.935	623.780	567.507
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	470.708	576.677	655.124	631.935	623.780	567.507
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	470.708	576.677	655.124	631.935	623.780	567.507
Total Patrimonio	1.204.838	1.026.240	1.028.799	897.384	843.028	777.359
Total Capital Ajustado	1.675.546	1.602.917	1.683.923	1.529.319	1.466.808	1.344.866

#### Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	913.230	757.615	731.431	616.656	735.626	555.013
Variación del Capital de Trabajo	(155.497)	542	(28.425)	48.757	(87.335)	44.958
Flujo de Caja Operativo (FCO)	757.733	758.157	703.006	665.413	648.291	599.971
Inversiones de Capital	(392.079)	(431.872)	(411.585)	(390.645)	(269.804)	(472.683)
Dividendos	(294.758)	(245.894)	(63.937)	(150.000)	(140.000)	(90.000)

Flujo de Fondos Libre (FFL)	70.896	80.391	227.484	124.768	238.487	37.288
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	106.289	(175.683)	(133.533)	(18.831)	(17.959)	(20.827)
Variación Neta de Deuda	(100.000)	(150.000)	0	0	28.069	36.911
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	77.185	(245.292)	93.951	105.937	248.597	53.372

<b>Estado de Resultados</b>						
Ventas Netas	1.630.183	1.541.406	1.516.527	1.474.857	1.418.991	1.303.989
Variación de Ventas (%)	5,8	1,6	2,8	3,9	8,8	N/A
EBIT Operativo	417.028	333.847	335.433	270.135	259.244	215.817
Intereses Financieros Brutos	20.792	30.751	41.592	41.531	41.228	41.813
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	408.598	315.729	281.415	204.356	205.670	133.938

\* Información consolidada.

## Anexo II. Glosario

- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- FIX: FIX SCR
- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- USD: dólar estadounidense

### Anexo III. Características de los instrumentos

#### Prospecto del Programa de Emisión Global de bonos G1 por Gs 500.000 Millones:

##### *Prospecto de Programa de Emisión Global Bonos Serie 4:*

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 130.000 millones.

Tasa de interés: 7,1%.

Plazo de vencimiento: 2.520 días corridos.

Pago de capital: 02/02/2028.

Pago de interés: Semestral.

##### *Prospecto de Programa de Emisión Global Bonos Serie 5:*

Moneda: Guaraníes.

Monto: Gs 120.000 millones.

Tasa de interés: 8,0%.

Plazo de vencimiento: 3.600 días.

Pago de capital: 17/01/2031.

Pago de interés: Semestral.

#### Prospecto del Programa de Emisión Global de bonos G2 por Gs 500.000 Millones

Moneda: Guaraníes

Monto total del programa de emisión: Gs 500.000 millones.

Tasas de interés, pago de intereses y pago de Capital: A ser definidos en cada serie a ser emitida dentro del marco del presente programa.

Plazo de vencimiento: Se emitirán con un plazo de vencimiento de 365 a 3650 días (1 a 10 años) y según lo especifique el Complemento de Prospecto correspondiente a cada Serie.

Destino de los fondos: Los fondos obtenidos en esta emisión serán destinados para capital operativo e inversión en infraestructura en redes de telecomunicaciones dentro de la República del Paraguay.

Garantía: Sin garantía.

Rescate anticipado: Conforme a lo establecido en el Art. 82 de la Ley N° 7572/2025 y en la Resolución BVPASA N° 3090/24, el Directorio de NUCLEO S.A.E. tiene la facultad de incluir dentro de las características de una o más Series del Programa de Emisión Global, la posibilidad de realizar rescates anticipados parciales o totales de los Títulos de Deuda emitidos en las Series afectadas, en una fecha a ser determinada por el Directorio. En caso de que se proceda al rescate anticipado, el mismo se realizará según las siguientes condiciones: el precio será al valor nominal y por el monto total y/o parcial de las series a ser rescatadas.

## Anexo IV. Dictamen de calificación.

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, en adelante FIX, realizado el **17 de abril de 2026**, asignó la calificación de Emisor de **Núcleo S.A.E.** en Categoría **AAApy** y en Categoría **pyAAA** a la calificación del siguiente Programa de Emisión Global de bonos (PEG) vigente previamente emitido:

**Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta Gs. 500.000 millones.**

- G1 Serie 4 por Gs. 130.000 millones.
- G1 Serie 5 por Gs. 120.000 millones.

Asimismo, asignó en la categoría **AAApy** al siguiente PEG a emitir por la compañía:

**Programa de Emisión Global de Bonos G2 por hasta Gs. 500.000 millones.**

La **Tendencia** es **Estable**.

**Categoría AAApy:** Corresponde a aquellas entidades que cuentan con prácticas de sanas políticas de administración del riesgo y la más alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría pyAAA:** 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.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables internacionalmente y son identificadas con el agregado de un identificador especial para cada país, "py" para las calificaciones nacionales en Paraguay.

La Tendencia de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno o dos años. Las tendencias reflejan perspectivas financieras o de otra índole que no se han consolidado aún al nivel de disparar un cambio de calificación, pero que podrían hacerlo si dicho comportamiento se mantiene. La Tendencia puede ser:

- Fuerte (+): Indica que la calificación podría subir.
- Estable: Indica que la calificación no se modificaría.
- Sensible (-): Indica que la calificación podría bajar.

La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

## Anexo V

Conforme a la regulación vigente de rigor, se informa lo siguiente:

- Fecha de la calificación: 17 de abril de 2026.
- Tipo de reporte: Asignación de calificación.
- Estados Financieros referidos al 31.12.2025
- Calificadora: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
  - [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)
  - Sarmiento 663 Piso 7, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
  - Teléfono: (+5411) 5235 8100 / Email: [info@fixscr.com](mailto:info@fixscr.com)
  - Representante Legal: Dr. Alejandro Piera
  - Ricardo Brugada 196 esquina Brasilia y Luis Morales, Asunción, Paraguay.
  - (+595) 21 203 030 / [alejandro.piera@ghp.com.py](mailto:alejandro.piera@ghp.com.py)

Entidad	Calificación Local
Núcleo S.A.E. Emisor	AAApy
Núcleo S.A.E. Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta Gs. 500.000 millones	pyAAA
Núcleo S.A.E. G1 Serie 4 por Gs. 130.000 millones.	pyAAA
Núcleo S.A.E. G1 Serie 5 por Gs. 120.000 millones.	pyAAA
Núcleo S.A.E. Programa de Emisión Global de Bonos G2 por hasta Gs. 500.000 millones	pyAAA
Núcleo S.A.E. 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.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

### Metodología y procedimiento de calificación

La metodología de calificación para Entidades Corporativas No Financieras está disponible en: [www.fixscr.com/metodologia](http://www.fixscr.com/metodologia).

El procedimiento de calificación se puede encontrar en: <https://www.fixscr.com>

### Nomenclatura

**Categoría AAApy:** Corresponde a aquellas entidades que cuentan con prácticas de sanas políticas de administración del riesgo y la más alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el ente, en la industria a que pertenece o en la economía.

**Categoría pyAAA:** 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.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para las categorías de riesgo entre AA y B con el fin de mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, sin alterar la definición de la categoría a la cual se los añade.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para las categorías de riesgo entre AA y B con el fin de mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, sin alterar la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables internacionalmente y son identificadas con el agregado de un identificador especial para cada país, "py" para las calificaciones nacionales en Paraguay.

Mayor información sobre el significado detallado de todas las categorías de calificación se puede encontrar en: [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

## Descripción general

La evaluación practicada por FIX SCR S.A. se realizó sobre la base de un análisis de la información pública de la entidad y aquella provista voluntariamente por ella. Específicamente en este caso, se consideró la siguiente información.

- Perfil del negocio.
- Posición competitiva.
- Administración y calidad de los accionistas.
- Riesgos del sector.
- Rentabilidad.
- Flujo de fondos.
- Liquidez y estructura de capital.
- Fondeo y flexibilidad financiera.

También se mantuvieron reuniones con la administración superior. Cabe señalar que no es responsabilidad de la firma calificadora la verificación de la autenticidad de la información.

## Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa pública:

- Balances anuales hasta el 31/12/25 (12 meses), publicados en la página web de la Superintendencia de Valores del Paraguay: [www.bcp.gov.py](http://www.bcp.gov.py).
- Auditor Externo: PricewaterhouseCoopers.
- Prospecto del Programa de Emisión Global de Bonos G1 por Gs. 500.000 millones publicado en la página de la CNV Paraguay: [www.cnv.gov.py](http://www.cnv.gov.py).
- Prospecto de la Serie 4 Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta Gs. 130.000 millones publicado en la página de la CNV Paraguay: [www.cnv.gov.py](http://www.cnv.gov.py).
- Prospecto de la Serie 5 Programa de Emisión Global de Bonos G1 por hasta Gs. 120.000 millones publicado en la página de la CNV Paraguay: [www.cnv.gov.py](http://www.cnv.gov.py).
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Borrador del Prospecto del Programa de Emisión Global de Bonos G2 por Gs. 500.000 millones enviado por la compañía con fecha 15 de abril de 2026.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.