

28 de junio, 2013  
 Ref: **SCRN-400532013**

Señor  
 Víctor Urcuyo  
 Superintendente  
**Superintendencia de Bancos y Otros**  
 Instituciones Financieras  
 Managua, Nicaragua

## COMUNICADO DE HECHOS RELEVANTES

Por medio de la presente procedo a informar que el 28 junio 2013, en Sesión Extraordinaria N°. 4082013 se procedió a ratificar las calificaciones otorgadas en la Sesión Ordinaria N°. 4062013, celebrada el 20 de junio del 2013, con información no auditada al 31 de marzo 2013, para el emisor **Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales**. Adjunto se envían los fundamentos de la calificación. En Ref: **SCR-INF-40132013**.

Nombre del emisor o sociedad administradora	Nombre de la emisión o del fondo de inversión según RVI	Moneda	Escala de Calificación Actual *		Fecha de la información financiera en que se basó la calificación	Fecha del Consejo de Calificación
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Largo Plazo Moneda Local	NIO	scr B+ (nic)	Positiva	31/03/2013	28/06/2013
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Corto Plazo Moneda Local	NIO	SCR 4 (nic)	Positiva	31/03/2013	28/06/2013
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Largo Plazo Moneda Extranjera	USD	scr B+ (nic)	Positiva	31/03/2013	28/06/2013
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Corto Plazo Moneda Extranjera	USD	SCR 4 (nic)	Positiva	31/03/2013	28/06/2013

### OFICINAS REGIONALES

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua BIAN II	USD	scr BBB (nic)	31/03/2013	28/06/2013
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Bonos de Refinanciamiento(BRADE) Serie A	USD	scr BBB (nic)	31/03/2013	28/06/2013
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) Serie B	USD	scr BB (nic)	31/03/2013	28/06/2013
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) Serie C	USD	scr BB (nic)	31/03/2013	28/06/2013
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) Serie D	USD	scr BB (nic)	31/03/2013	28/06/2013

\*La calificación otorgada viene de un proceso de apelación

La calificación **scr BBB** se otorga a aquella "Emisiones que cuentan con una suficiente capacidad de pago de capital e intereses en los términos acordados. Susceptible de deterioro ante cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Satisfactorio". Y la **scr BB** se otorga a aquella "Emisiones debajo del grado de inversión, son emisiones con capacidad de pago de capital e intereses según lo acordado, pero variable y susceptible de deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía", además la calificación **scr B** se otorga a aquella "Emisiones debajo del grado de inversión, son emisiones con capacidad de pago mínima sobre el capital e intereses, cuyos factores de respaldo son muy variables y susceptibles de deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía

La asignación **SCR 4: Emisiones a Corto Plazo** que tienen una suficiente capacidad de pago del capital e intereses según los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo son susceptibles de deterioro ante cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Satisfactorio.

**Perspectiva Positiva:** Se percibe una alta probabilidad de que la calificación mejore en el mediano plazo.

Las calificaciones otorgadas han sufrido un proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Entidades No Financieras utilizada por SCRiesgo fue actualizada en el ente regulador en 11 de febrero del 2011. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en Enero del 2009. Toda

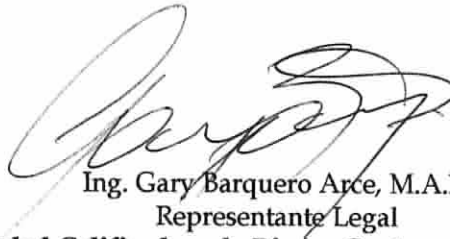
# SCRiesgo

Rating Agency

la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía. SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.

*“La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la sociedad calificadora basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. Se recomienda analizar el prospecto, la información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la SIBOIF, Bolsas de Valores y puestos representantes.”*

Atentamente,



Ing. Gary Barquero Arce, M.A.E.  
Representante Legal

**Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A.**

C.C.: Licda. Bertha Martínez, Intendente de Valores  
Lic. Gerardo Argüello, Gerente General Bolsa de Valores de Nicaragua  
Sr. Emiliano Maranhao, Vicepresidente, INVERCASA  
Archivo

*La veracidad y la oportunidad de este Comunicado de Hecho Relevante es responsabilidad de Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A., y no en la SIBOIF.*

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,

**El Salvador: (503) 2260-5407**

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II. Condominio

## EMPRESA ADMINISTRADORA DE AEROPUERTOS INTERNACIONALES Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

Sesión ordinaria: N° 4062013

Sesión extraordinaria de ratificación: N° 4082013

Información financiera: no auditada al 31 de marzo del 2013.

Contactos: Alexander Meza Schmidt  
Marcela Mora Rodríguez

Analista Financiero  
Analista Senior

[ameza@scriesgo.com](mailto:ameza@scriesgo.com)  
[mmora@scriesgo.com](mailto:mmora@scriesgo.com)

### 1. CALIFICACION DE RIESGO

A continuación se presenta el análisis de las variables más importantes consideradas por la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. en el proceso de otorgar la calificación de riesgo a la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales de Nicaragua (EAAI).

Es importante aclarar que EAAI ha llevado a cabo el proceso de auditoría correspondiente al año 2012. Sin embargo, a la fecha de preparación del presente informe de mantenimiento de calificación, el informe de auditoría se encuentra en la Contraloría General de la República de Nicaragua para su revisión y aprobación, por ello, solo se considera información financiera no auditada al 31 de marzo del 2013.

	Calificación de Riesgo					
	Anterior			Actual <sup>1</sup>		
	Moneda		Perspectiva	Moneda		Perspectiva
	Córdobas	Extranjera		Córdobas	Extranjera	
Largo						
Plazo	scr B(nic)	scr B(nic)	Estable	scr B+(nic)	scr B+(nic)	Positiva
Corto						
Plazo	SCR 5(nic)	SCR 5(nic)	Estable	SCR 4(nic)	SCR 4(nic)	Positiva

\*La calificación actual viene de un proceso de apelación.

Adicionalmente, el Consejo de Calificación acordó otorgar a la emisión de Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II) de EAAI la siguiente calificación de riesgo:

Emisor	Serie	Monto -millones-	Calificación anterior	Calificación actual <sup>1</sup>
Bonos de Infraestructura				
EAAI	Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II)	US\$4,00	scr BBB- (nic)	scr BBB (nic)

\*La calificación actual viene de un proceso de apelación.

Por otra parte, el Consejo de Calificación acordó otorgar a las series de la emisión de Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) las siguientes calificaciones de riesgo:

Emisor	Serie	Bonos BRADE		
		Monto -millones US\$-	Calificación anterior	Calificación actual <sup>1</sup>
EAAI	Serie A	5,00	scr BBB- (nic)	scr BBB (nic)
EAAI	Serie B	15,00	scr BB- (nic)	scr BB (nic)
EAAI	Serie C	20,00	scr BB- (nic)	scr BB (nic)
EAAI	Serie D	2,00	scr BB- (nic)	scr BB (nic)

\*Las calificaciones actuales vienen de un proceso de apelación.

scr BBB: Emisiones que cuentan con una suficiente capacidad de pago de capital e intereses en los términos acordados. Susceptible de deterioro ante cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Satisfactorio.

scr BB: Emisiones debajo del grado de inversión, son emisiones con capacidad de pago de capital e intereses según lo acordado, pero variable y susceptible de deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía.

scr B: Emisiones debajo del grado de inversión, son emisiones con capacidad de pago mínima sobre el capital e intereses, cuyos factores de respaldo son muy variables y susceptibles de deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía.

SCR 4: Emisiones a Corto Plazo que tienen una suficiente capacidad de pago del capital e intereses según los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo son susceptibles de deterioro ante cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Satisfactorio.

SCR 5: Emisiones a Corto Plazo por debajo del grado de inversión, que no cuentan con una capacidad de pago satisfactoria para el pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo son muy

<sup>1</sup> Las calificaciones emitidas representan la opinión de la Sociedad Calificadora para el periodo y valores analizados y no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos

<sup>1</sup> El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

susceptibles a cambios en el emisor, la industria y la economía”.

Con relación a la perspectiva, la categoría “Estable” se percibe como una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo.

Por su parte, con respecto a la perspectiva “Positiva” se percibe una alta probabilidad de que la calificación mejore en el mediano plazo.

Las calificaciones desde “scr AA” a “scr C” y de “SCR 2” a “SCR 5” pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías

## 2. FUNDAMENTOS

Las calificaciones otorgadas a la EAAI toman como fundamento:

- La empresa presenta una realidad financiera comprometida, reflejada en el nivel de pérdidas relacionadas a su estructura financiera, situación que se mantiene para el cierre del primer trimestre del año 2013.
- El patrimonio de la entidad muestra una tendencia decreciente ante la acumulación de pérdidas, significando una contracción del 25% en el último año.
- La entidad presenta un alto nivel de endeudamiento, para marzo 2013 se muestra en 5,10 veces.
- Los Bonos BRADE, requieren una provisión en la cuenta de reserva de al menos 4,5% de la colocación, actualmente, esta provisión tiene un saldo que cubre el 6,7% de la colocación, por lo que cumple con el requisito establecido en el prospecto. Según el estado de cuenta a junio 2013 de la reserva de los Bonos BRADE (cuyo vencimiento se registra para el 1 de abril del 2014) el monto cubre el 56% del monto emitido en la serie A.
- El Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) ha emitido la voluntad expresa de incorporar en la reforma presupuestaria del 2013 la cantidad de US\$2.796.616,23 con el objetivo de aliviar la carga financiera que presenta EAAI, así mismo, se proyectaron distintos montos de

asignación desde el año 2014 y hasta el año 2017, por medio de los cuales se pretende hacer la cancelación del financiamiento adquirido por EAAI para la construcción y mejoramiento de la infraestructura aeroportuaria en Nicaragua.

- En general EAAI ha sido consistente en la consecución de los distintos planes establecidos para el mejoramiento de su situación financiera.

## 3. ENTORNO MACROECONOMICO

Durante el 2012 la economía nicaragüense evidenció un crecimiento importante como resultado de la aplicación de políticas estabilizadoras, permitiéndole mantener una media de incremento del PIB en los tres últimos años del 4.5%, con una tasa de inflación que ha venido disminuyendo, motivado por un manejo adecuado de su política monetaria.

Respecto al impacto externo, si bien la economía se benefició por la mejora en los precios de sus principales productos de exportación, así como por las crecientes inversiones de capital, las vulnerabilidades aún persisten, especialmente por su alta dependencia con un mercado internacional que aún no logra superar los efectos de la crisis del 2008.

En lo relativo al manejo fiscal, sin duda uno de los principales retos será enfrentar la carga derivada de la concesión de subsidios y otros beneficios concedidos a los empleados públicos, exenciones fiscales, y la necesaria reforma al sistema de pensiones, la cual se encuentra en agenda para el 2013.

Finalmente, la mejora en los resultados macroeconómicos no se ha visto reflejado en los indicadores sociales, por lo que los niveles de pobreza y desigualdad social siguen mostrando signos de deterioro, denotando la urgencia en adoptar medidas estructurales de forma impostergable.

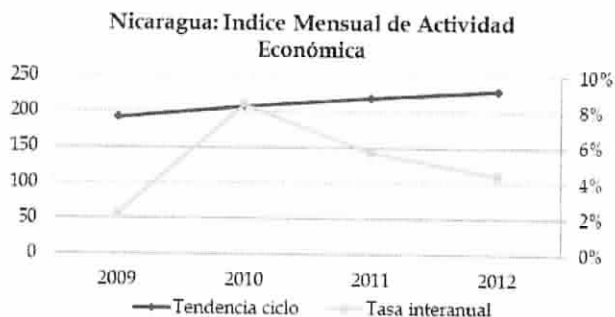
### 3.1. Crecimiento

El desempeño de la actividad económica, medida por la variación interanual de la tendencia ciclo del IMAE a diciembre 2012, presentó un incremento del 4,4%, el cual resulta inferior al observado durante el mismo período de año anterior (5,7%).

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II,  
Condominio Metro 2000, local 13 A



Fuente: Banco Central de Nicaragua.

Al analizar el comportamiento por actividad económica se evidencia que agricultura y pesca presentan tasas de crecimiento interanual superiores a las observadas en el 2011, mientras que las demás evidencian comportamientos similares o incluso inferiores a los mostrados en el año anterior.

La mayor contribución al crecimiento experimentado en el 2012 se concentra en los sectores comercio, industria, minería y construcción, los cuales en conjunto explican alrededor de un 85%.

### 3.2. Inflación

De acuerdo con datos del Banco Central de Nicaragua, la inflación acumulada a diciembre 2012 es 6,6%, denotando una reducción con la observada en el año 2011, la cual ascendió a 7,9%. Conviene señalar que el crecimiento experimentado en los precios se sitúa dentro de la expectativa fijada por el organismo emisor, según la última revisión del programa monetario del 2012.



Fuente: Banco Central de Nicaragua.

El comportamiento en los precios se explica fundamentalmente por los crecimientos experimentados en los precios de alimentos y bebidas no alcohólicas (2,84), restaurantes y hoteles (0,82), transporte (0,55) y bienes y servicios diversos (0,49).

### 3.3. Tipo de cambio

El tipo de cambio al 31 de diciembre del 2012 se situó en 24,1255 córdobas por dólar, presentando una devaluación anual de 5%. Conviene señalar que Nicaragua mantiene vigente un sistema de minidevaluaciones denominado "Tipo de Cambio Deslizante" desde el año 1993.

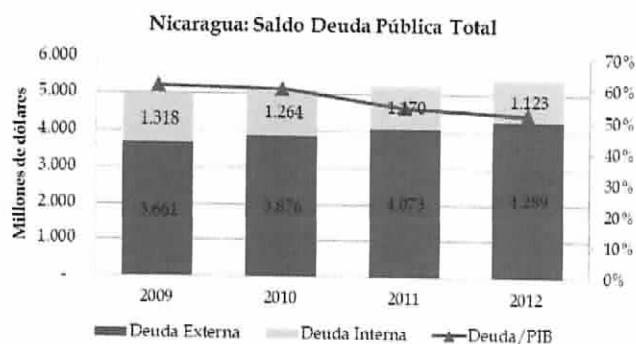
Sobre el particular, de forma reiterada las autoridades del Fondo Monetario Internacional han manifestado que dicha política cambiaria, representa una limitación para enfrentar los impactos externos, principalmente si se considera la vulnerabilidad de la economía nicaragüense dado su nivel de apertura y dependencia de los mercados internacionales.

### 3.4. Deuda pública

A diciembre 2012 el saldo de la deuda pública total fue de \$5.412 millones, evidenciando un incremento en términos nominales del 3,2% en comparación con el año anterior. Como resultado la razón deuda/PIB se situó en 51,5%, disminuyendo en tres puntos porcentuales en relación con el observado en 2011 (54,4%).

Es importante señalar que la mayor proporción de dicha deuda (79%) está constituida por obligaciones con el exterior, fundamentalmente organismos bilaterales, multilaterales y entidades privadas.

Con respecto al comportamiento de la deuda externa a diciembre del 2012 el saldo ascendió a \$4.289 millones (40,8 % del PIB), con un crecimiento del 5,3% con respecto al año anterior.



Fuente: Banco Central de Nicaragua.

### 3.5. Sector externo: balance comercial

El déficit comercial ascendió a \$2.741 millones de dólares, lo que representa un incremento de 5,4% en comparación con el observado en 2011, el cual se ubicó en \$2.600 millones. Dicho comportamiento refleja un mayor dinamismo de las exportaciones, pese al deterioro en los términos de

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II,  
Condominio Metro 2000, local 13 A

intercambio como resultado del comportamiento de los precios del café y a los mayores precios de los hidrocarburos.

Las exportaciones de mercancías se incrementaron interanualmente en 18,3%, al pasar de \$2.264 en 2011 a \$2.677 millones en 2012. Los principales productos que explican dicho comportamiento fueron café, oro, azúcar, maní, lácteos, carne, frijol y productos químicos.

En cuanto a los sectores con mayor participación relativa, está manufactura (48%), agropecuario (30,8%) y minería (16%).

Los principales destinos de las exportaciones fueron: Estados Unidos (28.6%), Venezuela (16.6%), Canadá (11.9%) y el Salvador (9.2%).

Las importaciones de mercancías presentaron un crecimiento interanual de 12,4% al situarse en \$5.851 millones, de los cuáles el 22% representa el costo de la factura petrolera, mientras que el resto se distribuye en importaciones de bienes de consumo (31%), bienes intermedios (26%) y bienes de capital (21%).

El desbalance reflejado en la cuenta corriente de la balanza de pagos, fue financiado con el resultado de la cuenta financiera, en especial por el comportamiento mostrado por los flujos de inversión extranjera directa y el endeudamiento externo.

Por otra parte, la Balanza de Pagos resultó positiva, derivando en un incremento de las reservas internacionales netas de \$91,7 millones respecto al 2011, llegando a los \$1.180,2 millones.



Fuente: Banco Central de Nicaragua.

### 3.5. Perspectivas para el 2013

De acuerdo con el informe "Perspectivas Económicas" elaborado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), el crecimiento esperado para Latinoamérica, rondará el 3,3%, como resultado del comportamiento de la economía internacional.

Las conclusiones anteriores son muy similares a la última revisión del pronóstico efectuado por el Fondo Monetario Internacional, al visualizar una recuperación lenta a nivel regional y mundial, especialmente fundamentada en los problemas que afronta la zona del euro, y la crisis fiscal de los Estados Unidos.

Considerando lo anterior, para el caso de Nicaragua se pronostica un crecimiento muy cercano al 3%, principalmente ante los riesgos de un menor flujo de recursos del exterior para financiar desequilibrios presupuestarios y un deterioro en los términos de intercambio, generados por el comportamiento de los precios de las materias primas.

Si bien en los últimos años la economía ha presentado altas tasas de crecimiento, incluso superior a la de sus vecinos regionales, lo cierto es que existen retos pendientes a nivel macroeconómico que deben ser atendidos tanto para enfrentar de mejor forma los shocks externos, como para crear mayores oportunidades que posibiliten un mayor bienestar para su población, especialmente para los sectores menos favorecidos.

## 4. INFORMACIÓN SOBRE LA ENTIDAD

### 4.1 PERFIL Y RESEÑA HISTÓRICA

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI) fue constituida mediante Decreto Presidencial N°12-92 el 11 de agosto de 1983, publicado en La Gaceta Diario Oficial N°186 del 16 de agosto de 1983, reformada a través del Decreto N°49-91 publicado en el Diario Oficial La Gaceta N°6 del 13 de enero de 1992.

De acuerdo con su Ley Creadora, la EAAI es una entidad descentralizada, con patrimonio autónomo, propiedad del estado nicaragüense, personalidad jurídica y de duración indefinida, cuyo objetivo es la administración de los aeropuertos internacionales y nacionales existentes, o que en el futuro se desarrollen en el país; implementando las medidas y procedimientos necesarios para la organización y funcionamiento de los servicios aeroportuarios y funciones auxiliares a los mismos.

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

Parte importante a destacar es la función social que busca cumplir el EAAI al impulsar el crecimiento económico del país, mediante la modernización de los aeropuertos de Puerto Cabezas, Ometepe, San Juan, entre otros.

Al ser la EAAI una empresa del Estado Nicaragüense, la Junta Directiva es conformada por miembros del Gobierno Central y personas nombradas directamente por el Presidente de la República, en este orden: 1. El Presidente de la Junta Directiva, nombrado por el Presidente de la República; 2. El Ministro de Transporte e Infraestructura, o su delegado; 3. El Ministro de Hacienda y Crédito Público, o su delegado; 4. El Ministro de Fomento, Industria y Comercio, o su delegado; 5. El Ministro de Defensa, o su delegado; 6. El Presidente del Instituto Nicaragüense de Turismo (INTUR), o su delegado; 7. Un Representante del Presidente de la República; 8. Un Representante de las Asociaciones Privadas Nacionales de Turismo, legalmente reconocidas; 9. Tres representantes de la sociedad Civil.

Es importante señalar el interés de la administración en la mejora y modernización de lo aeropuertos, ofreciendo al país una infraestructura aeroportuaria de calidad. Por otra parte, con la apertura de nuevos aeropuertos se busca la generación de nuevos ingresos a la entidad, siempre bajo el compromiso por ofrecer servicios de calidad y mantener las instalaciones en óptimas condiciones cumpliendo con estándares internacionales.

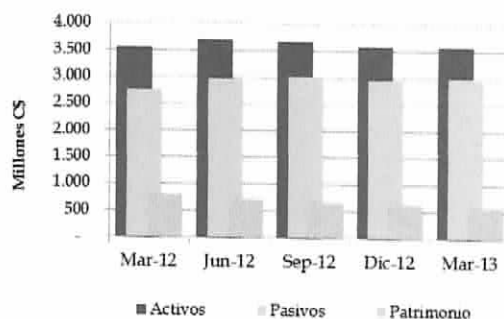
Cabe recalcar que la Organización de Aviación Civil Internacional (OACI), distinguió a Nicaragua como el segundo país de América con el mejor cumplimiento de las normas internacionales de aviación, solo detrás de Canadá.

## 5. ESTRUCTURA FINANCIERA

Para el mes de marzo 2013, la estructura de EAAI se mantiene estable en relación a la presentada durante el trimestre anterior. No obstante, si se compara de forma interanual se evidencia un pequeño aumento en las cuentas de activos y pasivos de 1% y 8%, respectivamente.

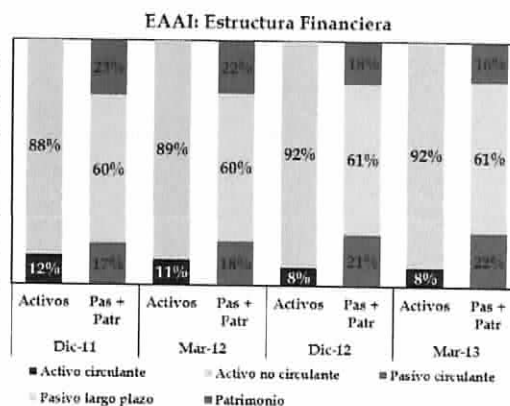
Por su parte, la partida de patrimonio mantiene la tendencia de descenso, explicada por el crecimiento de las pérdidas de la entidad que se derivan de los volúmenes de deuda adquiridos para el desarrollo de la infraestructura aeroportuaria de Nicaragua.

## EAAI: Estructura Financiera



Detallando la estructura financiera de EAAI, el primer trimestre del 2013 no presentó variaciones de consideración en la composición de los activos y pasivos con respecto al trimestre anterior. En primer lugar, el activo circulante mantiene su importancia relativa de 8% sobre el total de activos, correspondiendo el 92% restante al activo a largo plazo. Por el lado del pasivo y el patrimonio, se observa la disminución del porcentaje de representación del patrimonio, en concordancia con la tendencia de disminución que presentó durante el último año.

Al observar esta composición, se evidencian una brecha negativa de liquidez, ya que los activos más líquidos no logran cubrir el pasivo circulante. Al mismo tiempo, esto expone el giro financiero a largo plazo del negocio de EAAI.



### 5.1 ACTIVOS

La partida de activos de EAAI suma C\$3.595,0 millones para marzo 2013, mostrando un crecimiento interanual del 1% y un decrecimiento de 0,03% comparado con diciembre 2012. La composición de los activos se mantiene similar en relación a la presentada en diciembre 2012, ya que la propiedad, planta y equipo representan 92%, la partida de caja y bancos se mantiene con 3% de importancia relativa y

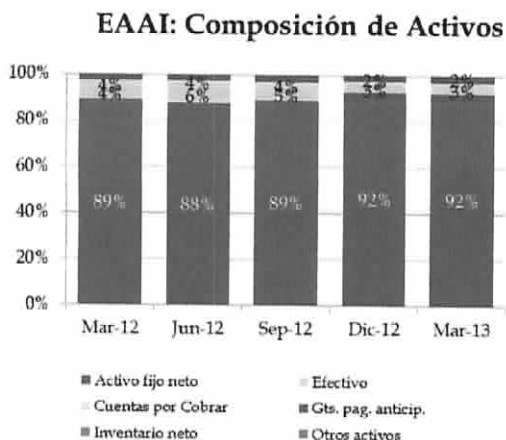
Página 5 de 11

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

las cuentas por cobrar significan 2% del activo total. Éstas como las cuentas más representativas.



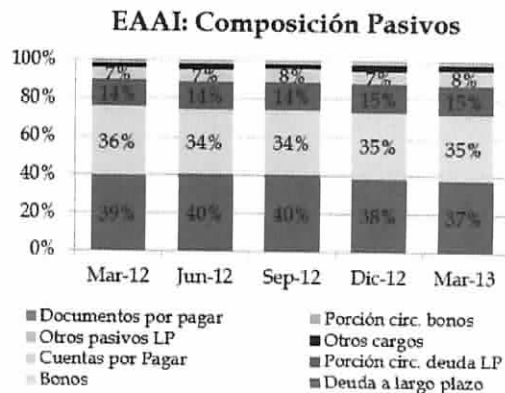
Propiamente la partida de efectivo muestra un decrecimiento del 38% interanualmente y un 17% trimestralmente, este descenso es producto del pago de intereses trimestrales de uno de los préstamos mantenidos con CARUNA, pago de la provisión para la cuenta de reserva de los bonos BRADE y la cancelación de cuentas diversas por concepto de finalización de obras en las terminales de Managua y el Caribe, así como el proyecto de San Juan.

Por su lado, las cuentas por cobrar aumentan significativamente en 31% trimestralmente, derivado del cobro de la nueva tarifa de Derecho de uso de terminal, el cual ha sido gradual con las aerolíneas por lo que no se ha registrado la totalidad de éste como efectivo, y se registra además el pago adelantado a contratistas por concepto de la finalización de las obras en el aeropuerto de San Juan.

## 5.2 PASIVOS

Para el mes de marzo del 2013, el pasivo de la entidad suma C\$3.005,6 millones, aumentando 8% de manera anual y 1% trimestralmente. Este comportamiento en el pasivo se debe, principalmente, al aumento de 21% trimestral en las cuentas y gastos acumulados por pagar, donde se registra el incremento en la partida Proveedores debido a la compra de equipos, en las retenciones sobre el impuesto de valor agregado acumulado por pagar y en otras cuentas por pagar, especialmente.

La composición de los pasivos se mantiene para el cierre del primer trimestre del 2013, siendo las deudas de largo plazo 37% del total de pasivos, 35% corresponde a los bonos y la porción circulante de la deuda a largo plazo significa 15%.



## 5.3 PATRIMONIO

La partida del Patrimonio mantiene su tendencia decreciente, ya que presenta un descenso de 25% interanualmente y de 7% trimestralmente, lo anterior ocasionado por el aumento de las pérdidas acumuladas de EAAI. Para marzo 2013, el patrimonio suma C\$589,5 millones.

El patrimonio consta de terrenos cedidos por el Gobierno de Nicaragua que no pueden ser vendidos, traspasados o embargados para el pago de las obligaciones.

## 6. ANALISIS DE ESTABILIDAD

### 6.1 LIQUIDEZ

En relación a la capacidad de EAAI para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, la razón circulante se mantiene similar a lo registrado al cierre del trimestre pasado, después de experimentar una tendencia de descenso a lo largo del año 2012. Como tal, la razón cierra en 0,35 para marzo 2013.

Esto significa que los activos circulantes solo cubren en 0,35 veces las obligaciones de corto plazo que mantiene la empresa, por lo que se tiene que tomar parte de su activo fijo para hacer frente a sus deudas a corto plazo.

La razón circulante se ubica en este nivel a causa del descenso en los activos circulantes, provocado principalmente por la disminución del efectivo, y al aumento del pasivo circulante, precisamente en las cuentas de porción corriente de préstamos por pagar a largo plazo y Cuentas y gastos acumulados por pagar.

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A.

Liquidez	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dic-12	Mar-13
Razón circulante	0,59	0,62	0,56	0,36	0,35
Proporción Cap. Trab.	-52%	-41%	-61%	-140%	-148%

Se debe precisar, que dentro del pasivo circulante se encuentran cuentas como el préstamo con BANPRO bajo la modalidad Balloon Payment cuya exigibilidad real es hacia el largo plazo, los préstamos concesionales con el gobierno Español y sus intereses los cuales se encuentran en proceso de donación, y las provisiones para el INAC y la Tesorería General de la República (TGR) las cuales no representan un exigibilidad para EAAI. Lo anterior significa que un 64% del pasivo circulante no simboliza una exigibilidad real en el corto plazo para la organización.

Realizando una sensibilización de la razón circulante en términos de esa exigibilidad real de los pasivos a corto plazo y considerando la carga de la Serie A de los bonos BRADES cuyo vencimiento se registra a un año plazo, se obtiene una razón circulante de 0,69 veces.

Pasivo Circulante 31 de marzo del 2013	Córdobas	Equivalencia en US\$
Total pasivo a corto plazo según estados financieros	802.290.934,00	32.857.210,00
Prestamos Banpro (modalidad Ballón Paymen)	165.079.184,00	6.760.691,00
Prestamos Concesionales (asumidos por MHCP)	229.434.820,00	9.396.327,00
Intereses por pagar ptmos concesionales	66.199.883,00	2.711.165,00
Otras Clas por pagar (INAC provisión)	42.047.694,00	1.722.031,00
Otras Clas por pagar (Transferencia a TGR provisión)	10.000.000,00	409.542,00
Total deuda exigible real a corto plazo	289.529.353,00	11.857.454,00
Total Activo Circulante	283.975.540,13	11.630.001,00
Razón circulante	0,98	0,98
SERIE A BRADES	122.087.500,00	5.000.000,00
Total deuda exigible real a corto plazo, considerando asignación de serie A BRADES	411.616.853,00	16.857.454,00
Razón circulante	0,69	0,69

La entidad mantiene un flujo de caja proyectado al año 2029, los principales supuestos sobre los que se basa dicho flujo de caja están: un crecimiento anual de los ingresos operativos de un 5%, un crecimiento de los gastos de un 2%, financiamiento externo con condiciones favorables a la entidad, aumento de las tarifas y recompra de los bonos BRADE. Para el cierre del primer trimestre del 2013, EAAI cierra con un flujo de caja de acumulado de US\$872.509.

En razón del flujo de caja final proyectado, a partir del 2013 se denotan saldos positivos, contribuyendo en este resultado las medidas adoptadas por la entidad para mejorar sus ingresos y liquidez, entre las que se encuentra la aplicación del aumento en el derecho de uso de terminal de \$7, que comenzó a regir a partir del 01 de enero de 2013, y según proyecciones de EAAI significaría un impacto en los ingresos de aproximadamente US\$3,5 millones. Inclusive, según las proyecciones de EAAI, el 2013 dejará como resultado una utilidad operativa capaz de cubrir el servicio de la deuda.

Por otra parte el flujo de caja proyectado considera la condonación de la deuda Radar I y II para el año 2013, lo que ayudaría a mejorar su estructura de pasivos a corto plazo y consecuentemente alivia la carga financiera de la entidad. Se debe mencionar que por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, se está en espera del Acta de Condonación Definitiva del Gobierno Español.

## 6.2 ENDEUDAMIENTO

Hacia el cierre del primer trimestre del 2013, se sostiene el nivel de endeudamiento que maneja EAAI. Como tal, la razón de deuda llega a 84% para marzo 2013, significando que el 84% de los activos de la entidad son financiados con deuda. En general, las obligaciones financieras suman más de US\$70,30 millones para marzo 2013, disminuyendo 0,7% de manera trimestral.

El indicador de cobertura de intereses presenta una leve mejoría para marzo 2013, al cerrar en 0,31 después de haber registrado una cobertura negativa de 0,04 para diciembre 2012. Esta mejoría en el indicador es producto del aumento en la utilidad operativa que presenta EAAI para el cierre del trimestre en estudio.

El nivel de endeudamiento de la empresa aumenta levemente y se ubica en 5,10 veces, lo que significa que la deuda total de EAAI representa el 510% de su patrimonio, considerándose como un nivel de endeudamiento alto.

Para marzo 2013, los índices de Tasa de Interés Promedio (TIP) y la relación del gasto financiero con el pasivo con costo, se mantienen en un nivel similar con respecto al registrado en diciembre 2012. De forma anual es evidente el aumento de la carga financiera que presiona la situación económica de EAAI, destacándose como la colocación final de los bonos BRADE para el segundo trimestre del 2012 elevó el nivel de deuda.

Endeudamiento	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dic-12	Mar-13
Cobertura de intereses	0,33	0,12	0,09	-0,04	0,31
Endeudamiento	3,52	4,11	4,58	4,67	5,10
TIP	6,3%	9,9%	9,8%	10,4%	10,3%
GtoFinan/Pas.c.costo	7,1%	11,2%	11,1%	11,8%	11,7%

La entidad mantiene colocados en el mercado los Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II) por US\$4,00 millones. Al 31 de marzo del 2013 el saldo de esta obligación en el corto plazo suma un total de C\$9,792,967.04 equivalentes a US\$401,063.46 dólares y en el largo plazo el saldo por estas obligaciones asciende a la suma de C\$19,534,004.15 equivalentes a US\$800,000.

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

En conjunto, EAAI cuenta con la emisión de \$42 millones correspondientes a los Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE), de los cuales se colocaron en su totalidad las series A, B, C y \$2 millones de la serie D.

Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE)				
Clase de instrumento	Bonos			
Nombre de la emisión	Serie A	Serie B	Serie C	Serie D
Monto de la emisión (millones)	US\$ 5,00	US\$15,00	US\$20,00	US\$ 20,00
Plazo	5 años	10 años	15 años	20 años
Fecha de Emisión	01-Mar-09	01-Mar-09	01-Mar-09	01-Mar-09
Fecha de vencimiento	01-Mar-14	01-Mar-19	01-Mar-24	01-Mar-29
Tasa de interés	8,00%	8,25%	8,50%	9,00%

El prospecto de los bonos BRADE constituye una cuenta de reserva para aprovisionar los pagos del principal e intereses, dicha reserva debe de ser del 4,5% del total de la emisión. Al 31 de marzo del 2013 el fondo asciende a US\$2,824,123 cubriendo un 6,7% del total del monto colocado. Este fondo es administrado por INVERCASA y se constituye con reservas de los ingresos generados por la tarifa de derecho de terminal.

Es importante destacar que para el 1 de marzo del 2014 se aproxima el vencimiento de la serie A de los bonos BRADE por lo que EAAI deberá enfrentar una obligación por pagar de \$5 millones de dólares, donde la capacidad de liquidez será determinante para el cumplimiento oportuno de la obligación. Sin embargo para finales de marzo 2013, EAAI no ha realizado la conversión de esta obligación hacia pasivo de corto plazo, al encontrarse a menos de un año de su vencimiento, por lo que el impacto en la estructura de liquidez no es apreciado aún.

De acuerdo con la administración, no se adquirirá endeudamiento futuro con bancos o por medio de bonos, se trabajará por medio de capitalizaciones por parte del Gobierno de Nicaragua para futuras inversiones, esto para continuar con la mejoras en los aeropuertos de San Carlos, Corn Island, Bluefields y Puerto Cabezas.

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) ha emitido la voluntad expresa de incorporar en la reforma presupuestaria del 2013 la cantidad de US\$2.796.616,23 con el objetivo de aliviar la carga financiera que presenta EAAI, así mismo, se proyectaron distintos montos de asignación desde el año 2014 y hasta el año 2017, por medio de los cuales se pretende hacer la cancelación de la deuda que ha adquirido EAAI para la construcción y mejoramiento de la infraestructura aeroportuaria en ese país.

El detalle anual de los montos de dichas asignaciones se aprecia a continuación:

Año	Monto
2014	US\$6.667.904,51
2015	US\$6.727.504,34
2016	US\$5.360.360,74
2017	US\$3.245.797,93

Analizando el avance en las distintas obras que realiza EAAI, Aeropuerto de Ometepe se encuentra terminado y ya cuenta con la torre de control. A la fecha, siguen en proceso las obras de desvío del tramo de carretera que se ubica muy cerca de la pista del aeropuerto y la construcción de las instalaciones del ejército que resguardan la seguridad del aeropuerto, por lo que Ometepe aún no se encuentra en operación.

Sin embargo, los requerimientos solicitados por el Instituto Nicaragüense de Aeronáutica Civil han sido cubiertos por EAAI y se está a la espera del certificado de operación del aeropuerto. La inversión total en Ometepe ronda los US\$ 10,9 millones.

Por otra parte, el Aeropuerto de San Juan ya se encuentra operando y la inversión total fue de aproximadamente US\$20 millones.

Como se mencionó anteriormente, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público está a la espera del Acta de Condonación Definitiva a ser emitida por el Gobierno Español sobre las dos líneas de crédito que se mantienen por US\$7.921.017,00 correspondiente al proyecto "Radar y Control Tráfico Aéreo" y por US\$ 7.099.723,08 en relación al proyecto "Instalación Radar Secundario Costa Atlántica".

El 76% del total de deuda comercial a corto plazo se compone de dos préstamos con BANPRO, donde las cuentas se encuentran calculadas en base a 5 y 10 años y se aplica el "Balloon Payment" al finalizar cada periodo de 12 meses, realizando una renovación por un periodo similar hasta concluir el plazo originalmente pactado. Los montos originales de los créditos son por US\$1,5 millones y US\$7,0 millones, cuyos saldos a marzo 2013 suman US\$561,36 mil y US\$6,2 millones, respectivamente. Si bien la modalidad "Balloon Payment" requiere del registro de estos préstamos dentro del rubro a corto plazo, cabe destacar que la exigibilidad de los mismos no es al corto plazo, si no que realmente su cancelación es en el largo plazo.

Todas estas acciones aunadas con el aumento de tarifas para el mes de enero 2013, el aumento de los ingresos con la entrada en operación de los nuevos aeropuertos y conservar los gastos operativos en un nivel estable, entre otras; son estrategias que la administración ha implementado con el único fin de sanear su estructura y mejorar su posición

Página 8 de 11

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II,  
Condominio Metro 2000, local 13 A

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

financiera, estas estrategias toman fuerza en el momento que existen compromisos serios por parte de las entidades financieras y el mismo Gobierno de Nicaragua.

Es importante mencionar que en la medida que eventualmente se materialicen cada uno de estos eventos, anteriormente mencionados, repercutirán en la determinación de un cambio en la calificación.

## 7. ANALISIS DE GESTION

### 7.1. ACTIVIDAD

En cuanto a los índices de gestión de la entidad, éstos presentan un ligero aumento al cierre de los últimos tres meses. La rotación del activo circulante (RAC) llega a 2,35 por lo que EAAI aumentó su capacidad de convertir el activo circulante en ingresos de operación (servicios aeroportuarios y auxiliares). Esto fue ocasionado por el mayor aumento en los ingresos de operación sobre el incremento que presenta el activo circulante para marzo 2013.

El indicador de Rotación del activo fijo (RAF) aumenta ligeramente y alcanza un 0,20 de forma trimestral, ejemplificando un alto nivel de activo fijo que no genera los niveles de ingresos requeridos.

Debido a lo anterior, el índice de rotación del activo total (RAT) se sitúa en 0,19 al mes de marzo 2013. Lo que significa que la empresa mantiene una baja rotación, por lo que su inversión total en activos no esta generando un nivel adecuado de ingresos, ya que las características propias de estas inversiones disponen la generación de réditos a más largo plazo.

Actividad	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dic-12	Mar-13
RAC	1,51	1,28	1,42	2,13	2,35
RAF	0,18	0,18	0,18	0,17	0,20
RAT	0,16	0,16	0,16	0,16	0,19

## 8. ANALISIS DE RESULTADOS

### 8.1. ESTADO DE RESULTADOS

EAAI presenta un incremento considerable de 21% en sus ingresos totales con respecto a los registrados en marzo 2012, como consecuencia de un mayor nivel de actividad aeroportuaria en conjunto con el incremento en la tarifa de Derecho de uso de terminal, así como los réditos generados por servicios auxiliares (sala VIP), siendo todos parte de la estrategia de EAAI por elevar su nivel de ingreso.

La estructura de los ingresos de EAAI, sigue actualmente la estrategia definida por la administración en la cual desean depender menos de los ingresos aeroportuarios y aumentar sus ingresos por concepto de servicios auxiliares (asistencia en tierra, sala VIP, estacionamientos, etc.), debido a esta estrategia los ingresos auxiliares presentan un crecimiento del 25% interanual. Los ingresos de la entidad se componen en un 82% en ingresos aeroportuarios y el restante 18% representan los ingresos auxiliares, porcentajes que se mantienen constantes históricamente.

Sin embargo, el aumento en los gastos financieros producto del incremento de los intereses bancarios y de la pérdida cambiaria por revalorización de las obligaciones financieras, provoca que se mantenga la situación de pérdida de EAAI, la cual acumula C\$45,61 millones (\$1,87 millones) al 31 de marzo del 2013. Cabe destacar, que este monto significa un 6% menos que la pérdida presentada al mes de marzo 2012.

Por lo tanto, el nivel de ingresos aún no es lo suficientemente alto para que la Empresa sea capaz de hacer frente, por sí sola, su nivel de endeudamiento.

Se debe señalar que una de las mayores fuentes de gasto significa la pérdida cambiaria, la cual se produce al revalorizar las obligaciones financieras (prestamos con la banca comercial, préstamos concesionales y bonos) y que representa 45% del total de gasto financiero acumulado e inclusive un 21% de los ingresos totales acumulados.

El efecto negativo que causa esta revaloración cambiaria obedece a un aspecto estructural sobre el sistema de minidevaluaciones del sistema cambiario de Nicaragua, en conjunto con los aspectos coyunturales del mercado de divisas en este país. Además, EAAI registra sus ingresos en dólares mas no así sus activos, por lo que se genera constantemente un incremento en la pérdida cambiaria.

Otra partida que afecta directamente las pérdidas de EAAI es la cuenta de depreciación que en marzo 2013 suma C\$14,57 millones (US\$598 mil), esta representa un 10% del total de gastos y un 9% del total de ingresos acumulados. Claramente esta situación es producto del giro de negocio de EAAI ya que concentra gran cantidad de los activos en inmuebles, mobiliario y equipo.

Los costos y gastos de EAAI se componen, principalmente, en 28% por costos de servicios aeroportuarios, 26% por Aportaciones y 20% por gastos de administración. En razón a las variaciones de estas cuentas, los incrementos interanuales fueron de 18% para la partida de gastos administrativos, 76% en el caso del gasto financiero y 213% para la partida de aportaciones. En general para marzo 2013,

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

los gastos totales presentan un aumento del 10% de forma anual.



Es necesario precisar que el incremento en los gastos administrativos se da paralelo a la construcción de los nuevos aeropuertos, ya que se origina de la contratación y capacitación de nuevo personal y operarios para estos aeropuertos.

Si se analiza a EAAI en término del EBITDA, el cual mide el desempeño operativa de la empresa, se observa como esta entidad ha incrementado su nivel de operación interanualmente al registrar una ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y, para este caso, el efecto de revalorización cambiaria, de C\$72,61 millones presentando un incremento interanual de 226%. Inclusive en términos del margen EBITDA, entendido como el cociente de la razón EBITDA/Ingresos Totales, EAAI produce C\$28 más de beneficio por cada unidad adicional de ingresos, de lo que producía hace un año.

EAAI EBITDA	
-En Córdobas a Marzo 2013-	
Utilidad Bruta	23.711.044,75
(+) Depreciación	14.571.063,22
(+) Pérdida Cambiaria	34.325.996,85
<b>EBITDA</b>	<b>72.608.104,82</b>
Margen EBITDA	43%

Con respecto a las entradas y salidas de pasajeros internacionales del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino propiedad de EAAI, el primer trimestre del 2013 presenta un aumento promedio de 1% comparado con lo presentado durante el primer trimestre del 2012. De esta forma, dicho porcentaje se sitúa muy por debajo del 5% estipulado en el prospecto de la garantía de los bonos BRADE.

Este primer trimestre del 2013 totalizó 279.040 pasajeros internacionales, mostrando un incremento del 13% con

respecto al total de pasajeros internacionales del cuarto trimestre del 2012.



Cabe destacar como el aumento en la utilidad operativa provocó una significativa mejoría en la cobertura de los gastos administrativos, al ubicarse en 0,82 para marzo 2013.

Actividad	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dic-12	Mar-13
Rotación Gtos. Adm.	36,23	34,16	33,30	29,44	31,07
Util. Operac/Gtos Adm.	0,59	0,32	0,23	(0,10)	0,82

## 9. COSTOS DE TRANSFORMACION

Hacia marzo 2013 el índice de costo de servicios desciende a 38%, significando que el crecimiento en los gastos por servicios tanto aeroportuarios como auxiliares, genera un menor impacto en los ingresos de la entidad con respecto al trimestre anterior.

El indicador de gasto de operación, disminuye de igual manera durante el primer trimestre del 2013 y se coloca en 48%, explicado principalmente por el aumento en los ingresos de operación de la entidad.

El gasto financiero decrece hacia marzo 2013 y alcanza un 46%; explicado por un aumento en los ingresos que disminuye el porcentaje que significa la carga financiera dentro de los ingresos totales.

Costos De Transformación	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dic-12	Mar-13
Costo de Servicios	39%	57%	42%	46%	38%
Gastos Operación	51%	37%	54%	56%	48%
Gasto Financiero	30%	51%	50%	53%	46%

En general, al cierre del ejercicio en análisis se observa como la entidad ha tendido a ajustar y controlar de una mejor manera sus costos de operación, de manera que sus indicadores vuelvan a niveles donde sea posible obtener una rentabilidad operativa, después de un año 2012 con costos

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II,  
Condominio Metro 2000, local 13 A

de ventas y gastos operativos elevados. No obstante, la situación de las obligaciones financieras seguirá en su nivel alto hasta que se materialicen la redención de deudas u alguna asignación presupuestaria que genere un pago extraordinario sobre el principal de las distintas obligaciones comerciales.

## 10. RENTABILIDAD

El rendimiento de operación sobre activos (ROA) muestra una recuperación del decrecimiento continuo mostrado durante el año 2012, cerrando en 2,6% para marzo 2013 debido a que EAAI logra una utilidad operativa impulsada por el incremento en la tarifa de Derecho de Uso de Terminal e ingresos por servicios auxiliares.

Producto de lo anterior, el rendimiento sobre la inversión (RSI) y el rendimiento sobre el patrimonio (RSP) muestran también cierta mejoría hacia marzo 2013 aunque se siguen manteniendo negativos.

El efecto del apalancamiento se reduce y llega a menos 7,6%, debido al incremento del ROA y la ligera disminución de la tasa de interés promedio. Para marzo 2013, EAAI enfrenta un problema de liquidez debido al efecto de los préstamos en el corto plazo, aunque no se debe perder de vista que las inversiones realizadas en los aeropuertos son significativas y los réditos sobre estas se verán hasta en el largo plazo, como se mencionó con anterioridad.

Rendimientos	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dic-12	Mar-13
ROA	1,6%	0,9%	0,7%	-0,3%	2,6%
RSI	-5,5%	-6,1%	-6,4%	-7,8%	-5,1%
RSP	-24,7%	-31,1%	-35,7%	-44,5%	-31,0%
Ventas / Patrimonio	0,73	0,80	0,89	0,91	1,13
Efecto apalancamiento	-4,7%	-9,0%	-9,1%	-10,7%	-7,6%

*Las calificaciones otorgadas vienen de un proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Entidades Financieras utilizada por SCRiesgo fue actualizada ante el ente regulador en noviembre del 2011. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en enero del 2009. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía. "SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis."*

*Las calificaciones emitidas representan la opinión de la Sociedad Calificadora para el periodo y valores analizados y no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos.*

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II,  
Condominio Metro 2000, local 13 A