

## EMPRESA ADMINISTRADORA DE AEROPUERTOS INTERNACIONALES

### Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

Sesión ordinaria: N° 4072014

Información financiera: no auditada al 30 de setiembre del 2014.

Contactos: Alexander Meza Schmidt  
Cindy Alfaro Azofeifa

Analista Financiero  
Analista Senior

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

### 1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

A continuación, se presenta el análisis de las variables más importantes consideradas por la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. (SCRiesgo) en el proceso de calificación de riesgo de la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales de Nicaragua (EAAI), tomando en cuenta información financiera no auditada con corte al 30 de setiembre del 2014.

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

\*La calificación actual varió con respecto a la anterior.

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:

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

\*La calificación actual varió con respecto a la anterior

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

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

\*La calificación actual no varió con respecto a la anterior

**scr A:** Emisiones con una buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos acordados. Susceptible de leve deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Bueno.

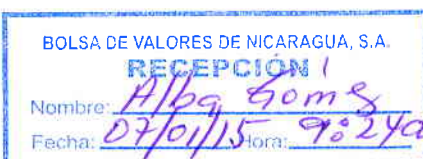
**scr BBB:** Emisiones que cuentan con una suficiente capacidad de pago de capital e intereses en los términos acordados. Susceptible de deterioro ante cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Satisfactorio.

**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 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.

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 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)

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 Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales de Nicaragua, S.A. (EAAI) toman como fundamento:

### FORTALEZAS

- Consistencia mostrada por EAAI en la consecución de los distintos planes establecidos para el mejoramiento de su situación financiera, destacando aumentos en su volumen de operaciones que demuestran un EBIDTA que se incrementa 9% en el último año y presenta un margen del 28% con relación a los ingresos totales.
- La materialización del apoyo económico del Gobierno de Nicaragua brindado a EAAI, significa una fortaleza y soporte para la evolución futura de la situación financiera de la entidad.
- Inclusión de los distintos montos de asignación del período 2015-2017, dentro del Presupuesto General de la República y el Marco Presupuestario de Mediano Plazo, establecidos por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) para la cancelación de la deuda que ha adquirido EAAI para la construcción y mejoramiento de la infraestructura aeroportuaria en Nicaragua. Actualmente ya fue aprobado dentro del Presupuesto 2015 el monto a ser transferido por parte el MHCP a EAAI.
- Presencia de la cuenta de reserva para los bonos BRADE, la cual aprovisiona paulatinamente los recursos necesarios para el pago de las obligaciones con el público inversionista.
- Los bonos BIAN II tienen un vencimiento establecido para el 25 de enero del 2016, en relación con el monto total emitido (\$4,00 millones), se ha amortizado el 85% del total de la emisión.
- EAAI se constata como la primera organización en América Central en poseer la “Certificación de las Operaciones Seguras” en cada una de las etapas del proceso operacional del Aeropuerto Internacional de Managua, otorgada por el Organismo de

Aviación Civil Internacional (OACI). Esto significa una mejoría importante en competitividad a través de la consolidación del aeropuerto Augusto C. Sandino como un aeródromo de estándares internacionales.

### OPORTUNIDADES

- La culminación del proceso de condonación de la deuda obtenida para el suministro del radar y centro de control de tráfico aéreo de Managua y la Costa Atlántica (préstamos Radar I y Radar II), significa una reducción importante en la carga pasiva de EAAI para el próximo corte trimestral, donde se espera una mejoría en varios indicadores de endeudamiento.
- EAAI se circunscribe dentro de la estructuración del megaproyecto canal interoceánico de Nicaragua, lo cual implica proyecciones de consideración en términos del desarrollo y crecimiento en volumen de operaciones.

### RETOS

- La entidad presenta un alto nivel de endeudamiento, para junio 2014 se muestra en 6,26 veces. Esto presiona la realidad financiera de la organización al mantenerse el nivel de pérdidas relacionadas.
- Mantener un adecuado crecimiento de operación aeroportuaria que permita una generación de ingresos positiva para la readecuación de la estructura financiera.
- Controlar que el proceso de comercialización y desarrollo de la infraestructura aeronáutica no sobrecargue, a manera de gastos, una estructura financiera, ya impactada negativamente por el alto endeudamiento.
- Materializar las estrategias para disminuir la carga pasiva de la entidad, que demuestren una mejora continua en la situación económica de EAAI a través de los resultados financieros.
- Revertir la acumulación de pérdidas que genera una constante erosión de la posición patrimonial de EAAI.

## OFICINAS REGIONALES

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

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

## AMENAZAS

- Un deterioro de la economía a nivel internacional podría impactar negativamente el dinamismo del sector turístico de Nicaragua, esto implicaría una caída en los niveles de tránsito aéreo y repercutiría en las proyecciones de crecimiento de operación aeroportuaria que contempla EAAI.

## 3. ENTORNO ECONÓMICO

### 3.1 ANÁLISIS DE LA PLAZA LOCAL

Según datos del Banco Central (BCN) al cierre del primer semestre del 2014 la economía nicaragüense mantuvo un ritmo de crecimiento positivo como resultado de una expansión de la demanda externa y el mejoramiento en los términos de intercambio.

No obstante lo anterior, la economía sigue muy correlacionada a variables económicas externas, que podrían afectar las proyecciones de crecimiento, tales como el incremento de los precios del petróleo, el alza en las tasas de interés internacionales; así como el desempeño económico que muestren las principales economías industriales.

Actualmente Nicaragua mantiene una calificación de riesgo por debajo del grado de inversión, otorgada por la Calificadora Moody's de B3, con perspectiva estable.

### 3.2 PRODUCCIÓN NACIONAL

Luego de la pasada crisis financiera, el comportamiento de la economía nicaragüense ha dado muestras de recuperación, al alcanzar tasas de crecimiento superiores al resto de países de la región, con excepción de Panamá. De esta forma, el Producto Interno Bruto (PIB) a marzo 2014 presentó un crecimiento interanual del 5,3%, mostrando un mejor desempeño en comparación con el observado en igual período del 2013.

### 3.3 SECTORES MÁS DINÁMICOS

El dinamismo de la economía nicaragüense continúa siendo impulsado por la industria manufacturera y agricultura, ganadería, silvicultura y pesca. En conjunto, a marzo de 2014, estas actividades aportaron 2,6% puntos porcentuales al crecimiento interanual del PIB (5,3%). La industria manufacturera basó su desempeño en la elaboración de azúcar, productos textiles y alimentos, mientras que el segundo grupo de actividades sustentó su crecimiento en el cultivo de caña de azúcar y otros productos agrícolas (banano, soya, tabaco en rama, entre otros).

Por su parte, la actividad de construcción contrarrestó el crecimiento del PIB trimestral con 0,3 puntos porcentuales negativos, al contraerse 5,4% en términos interanuales, los cuales representan 2,6% de la variación total del PIB al cierre del primer trimestre de 2014. Lo anterior, es asociado al ciclo de maduración de los proyectos iniciados en 2012 y 2013, los cuales han venido finalizando durante 2013 y el primer trimestre de 2014.

De esta forma, los sectores que han mostrado mayores tasas de crecimiento al cierre del primer trimestre de 2014 son: Manufactura (9,3%), transporte y comunicaciones (8,4%), servicios de intermediación financiera (6,3%), explotación de minas y canteras (5,3%) y agricultura, ganadería, silvicultura y pesca (4,9%).

### 3.4 DESEMPLEO

En términos del índice de desempleo abierto, el FMI, proyecta al cierre de 2014 una tasa del 6,1%, similar a la tasa reportada al cierre de diciembre de 2013 (6,1%). De igual manera, estima que para los próximos cinco años la tasa de desempleo rondará el 5,8%, la cual resulta inferior a la proyección para el año 2014.

Al analizar los datos de personas aseguradas activos en el Instituto Nicaragüense de Seguridad Social, se observa que a junio de 2014 se registraron 709,019 trabajadores, alcanzándose una tasa de crecimiento promedio anual de 6,7%, equivalente a 43,633 nuevos afiliados. Tales resultados, permiten de forma paulatina lograr avances en la reducción de la tasa desempleo en un horizonte de mediano plazo.

### 3.5 COMERCIO EXTERIOR

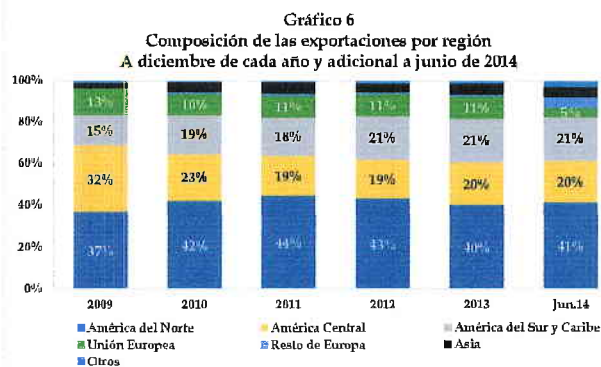
#### 3.5.1 Exportaciones

Al cierre de junio de 2014, las exportaciones de mercancías ascendieron a US\$1.365,0 millones, con un crecimiento interanual acumulado del 8,2%. De acuerdo con el *Informe Mensual de Comercio Exterior*, a junio de 2014, el nivel de las exportaciones se mantuvo por encima de los 200 millones de dólares por mes, impulsado por mayores ventas y mejores precios contratados con relación al cierre de 2013. El valor exportado ha sido liderado principalmente por el aumento en las exportaciones de carne (US\$24,4 millones), frijol (US\$23,2 millones), azúcar (US\$21,4 millones), lácteos (US\$13,9 millones) y maní (US\$6,8 millones).

## OFICINAS REGIONALES

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

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II,  
Condominio Metro 2000, local 13 A



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.

### 3.5.2 Importaciones

Producto del crecimiento de los bienes de consumo y los bienes intermedios, las importaciones de mercancías a junio de 2014 se situaron en US\$2.763,8 millones, con una tasa de crecimiento interanual de 1,4%, solo contrarrestadas por la reducción en la adquisición de bienes de capital.

Según datos del BCN a junio de 2014, los principales mercados de origen de las importaciones fueron: Sur América (25,0%), América del Norte (24,0%), Centroamérica (23,0%) y Asia (22,0%).

Como resultado de lo anterior, el déficit comercial (sin considerar seguros y fletes) ascendió a US\$1.398,8 millones, disminuyendo en US\$5,3 millones con respecto a lo mostrado a junio de 2013 (US\$1.464,1 millones).

### 3.6 TIPO DE CAMBIO

La conducción de la Política Cambiaria durante 2014, continúa bajo un esquema de minidevaluaciones programadas, el cual está vigente desde el año 2003.

El tipo de cambio al 30 de junio de 2014, fue de C\$25,9521 córdobas por dólar, con una devaluación anual del 5,0%.

### 3.7 POLÍTICA MONETARIA

La conducción de la Política Monetaria llevada a cabo por el BCN se desarrolló en un contexto externo favorable, reflejado en el buen ritmo de los indicadores de la actividad económica mundial y en una recuperación de los precios de los principales productos de exportación.

Según se indica en el *Informe Monetario y Financiero* a junio de 2014, durante el primer semestre, el balance monetario del BCN registró una acumulación de reservas internacionales netas ajustadas (RINA) por US\$32,1 millones. Esta acumulación se presentó principalmente en el mes de abril

(US\$75.5 millones), cuando los traslados por recaudación fiscal y los requerimientos de liquidez por los eventos sísmicos presionaron la liquidez en moneda nacional del sistema financiero, reflejándose en una venta neta de divisas al BCN (US\$64 millones) para recomponer los niveles de liquidez del Sistema Financiero Nacional.

### 3.7.1 Tasas de interés

La tasa activa en córdobas a junio de 2014, se ubicó en 14,99%; superior a la tasa reportada en el mes anterior (13,84%) y a la tasa observada en igual mes del año anterior (Junio 2013: 14,02%). Asimismo, la tasa pasiva se ubicó en 2,04%, menor a la registrada en el mes anterior (2,13%) y a la tasa reportada en junio de 2013 (2,62%).

Por otra parte, la tasa activa en dólares se ubicó a junio de 2014 en 10,11%, mayor a la observada el mes anterior (9,68%) y a la tasa de su interanual a junio de 2013 (9,35%). A la vez, la tasa pasiva en dólares se ubicó en 1,97%, menor a la observada el mes anterior (2,12%) y mayor a la tasa reportada un año antes (junio 2013: 1,64%).

### 3.7.2 Inflación

En términos acumulados, el indicador de inflación reporta a junio de 2014 el 4,16%, superior al registro de junio de 2013 (3,79%). Este comportamiento es explicado por problemas internos de oferta de granos básicos y otros perecederos, como resultado de la disminución de las lluvias a consecuencia del fenómeno del "Niño".

Este resultado aún no ha afectado los precios de otros bienes y servicios, dado que la inflación subyacente todavía se ubica en una variación interanual a junio de 2014 del 4,6%.

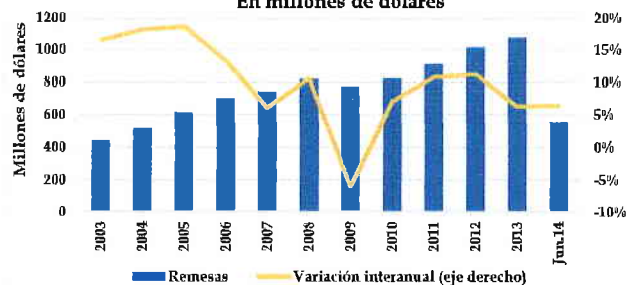
### 3.8 REMESAS

Las remesas en la economía nicaragüense, continúan representando un importante aporte al sostenimiento familiar, que luego de la caída como consecuencia de la crisis financiera del 2009, han mostrado signos de recuperación importantes durante los últimos 4 años.

De esa forma, con cifras del BCN a junio de 2014, el saldo acumulado en remesas ascendió a US\$552,2 millones, mayor al mostrado en igual periodo de 2013 (US\$521,6 millones), reflejando un crecimiento interanual del 6,4%.

En lo que respecta al país de origen, los mayores flujos de remesas provienen de Estados Unidos (US\$323,3 millones), Costa Rica (US\$119,9 millones) y otros países (US\$58,2).

**Gráfico 11**  
**Evolución de las remesas**  
 (Periodo 2002 - junio de 2014)  
 En millones de dólares



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.

## 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.

Dada la necesidad en infraestructura aeroportuaria que enfrentaba Nicaragua, EAAI se advocó por el progreso e inversión en una red de aeropuertos que impulsara el desarrollo del país en zonas que ofrecen proyectos turísticos y comerciales con importantes potencialidades para el mejoramiento económico del país.

Cabe destacar que EAAI tiene la función de operador aeroportuario y por ende no tiene dentro de sus funciones el llevar a cabo actividades de inversión y construcción de nuevos aeropuertos, sin embargo la coyuntura que presentaba Nicaragua imperó y EAAI fue llamada a asumir el proyecto de desarrollo de infraestructura aeroportuaria en ese país.

Por ello, y como parte del soporte del Estado Nicaragüense, EAAI ha sido incluido dentro de un Programa de

Asignación Presupuestaria llevado a cabo por el MHCP que implica la retribución de las obligaciones asumidas por EAAI para ejecutar los distintos proyectos de construcción de aeropuertos y pistas de aterrizaje, esto con el fin de trasladar el impacto económico de la generación de nuevos aeropuertos al Estado Nicaragüense, quien funge como la figura encargada de tal actividad. Actualmente ya fue aprobado dentro del Presupuesto 2015 el monto a ser transferido por parte del MHCP a EAAI, que corresponde a US\$6,67 millones, el cual se espera se ejecute entre febrero y marzo del 2015.

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.

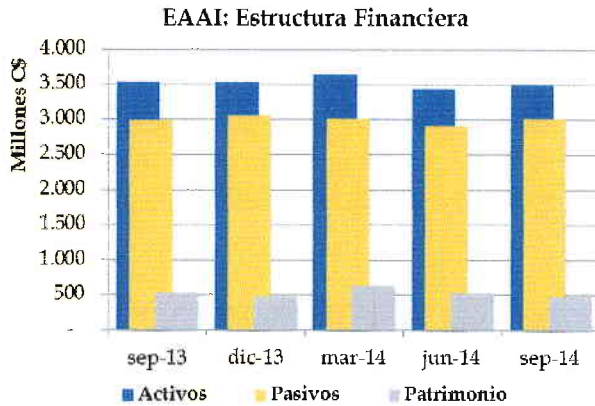
Al finalizar el presente periodo bajo evaluación, EAAI concluyó satisfactoriamente el proceso de certificación de seguridad del Aeropuerto Augusto C. Sandino, llevado a cabo ante el Organismo de Aviación Civil Internacional (OACI), por lo que EAAI actualmente con la “Certificación de las Operaciones Seguras” en cada una de sus etapas del proceso operacional.

Dicha certificación, de carácter internacional, acredita al Aeropuerto Augusto C. Sandino como un aeropuerto seguro y hace constar que este aeropuerto cumple con los más altos estándares internacionales de la OACI, implicando así una mejora sensible a la competitividad de la terminal que le permite a EAAI una mayor comercialización del aeropuerto ante nuevas líneas aéreas. El Aeropuerto Internacional de Managua se convierte entonces en el primer país de América Central en tener esta calificación.

## 5. ESTRUCTURA FINANCIERA

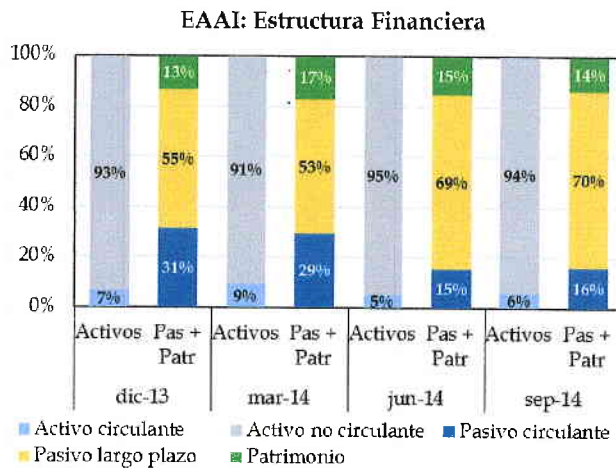
EAAI se encuentra en un proceso de recomposición de su estructura financiera, la cual se caracteriza por el elevado nivel de apalancamiento financiero que denota una posición patrimonial relativamente pequeña frente al nivel actual de activos y pasivos. Ante los riesgos de crédito crecientes que implica esta situación, EAAI se encuentra comprometida, en conjunto con el Estado de Nicaragua, a llevar a cabo un proceso de reducción de pasivos y aumento de la generación de ingresos.

Para el cierre del tercer trimestre del 2014, se observan ligeras variaciones en la estructura financiera de EAAI, esto según el desarrollo normal de las operaciones de los aeropuertos, la espera de la entrada del nuevo flujo de recursos provenientes del Programa del MHCP y la continua preparación de la entidad para hacer el pago de las obligaciones adquiridas.



Con relación a la posición patrimonial, a setiembre 2014 ésta mantiene su comportamiento de contracción a raíz de las presiones que ocasionan las pérdidas acumuladas en los resultados de la organización.

Detallando la estructura financiera de EAAI según su liquidez y exigibilidad, al final del tercer trimestre del 2014 se mantiene la estructura presentada durante el trimestre anterior, cuando se efectuó una corrección en las importancias relativas de los rubros circulantes, después del proceso de pago de la serie A de los bonos BRADE y el reajuste de obligaciones registradas al corto plazo, que en la realidad no significan una exigibilidad para la organización.



De esta forma, el activo circulante representa un 6% del total de activos, mientras que los pasivos circulantes significan alrededor del 16% de la suma de pasivo y patrimonio.

Ante el presente esquema, la capacidad de la organización para el pago de sus obligaciones depende en una proporción muy importante de su activo fijo, por lo que una adecuada generación de recursos por medio de este rubro, en combinación con una apropiada administración del flujo de

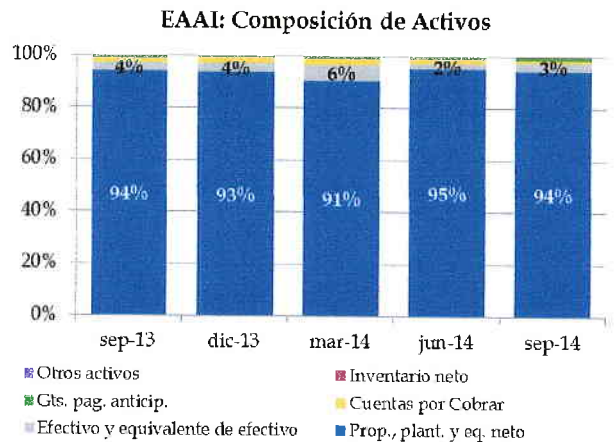
caja, son las principales herramientas que posee EAAI para asegurar el pago a sus acreedores.

## 5.1 ACTIVOS

La partida de activos de EAAI suma C\$3.490,76 millones (US\$132,86 millones) para setiembre 2014, mostrando un decrecimiento interanual del 1% y un aumento trimestral del 2%, el cual es causado principalmente por la entrada de recursos líquidos desde una de las líneas de crédito, el traslado de construcciones en proceso al rubro de activos fijos y compras efectuadas de mobiliarios y equipos de oficina, como respuesta a las necesidades de desarrollo de los aeropuertos.

En ese sentido, la partida de efectivo y equivalentes de efectivo presenta variaciones de -10% interanual y +47% trimestral, a causa de un desembolso cercano a los \$2,00 millones por financiamiento de Grupo Promérica (Banpro), el cual se aplicó a las mejoras señaladas por la OACI para la consecución de la certificación.

Por su parte, la cuenta de propiedad, planta y equipo representa un 94% del total de activos, tras registrar C\$3.289,54 millones (US\$125,20 millones) a setiembre 2014, enmarcándose como el componente de mayor peso en la estructura financiera, ya que concentran toda la infraestructura aeroportuaria con que cuenta EAAI.



## 5.2 PASIVOS

Para el cierre de setiembre 2014, la posición pasiva de la entidad suma C\$3.009,95 millones (US\$114,56 millones), mostrando un aumento interanual del 1% y trimestral del 4%. De esta forma, se muestra una posición pasiva con ligeras variaciones, explicadas por nuevos financiamientos provenientes de las líneas de crédito abiertas con Banpro y el Banco de América Central (BAC), y una reversión de

## OFICINAS REGIONALES

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

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

intereses provisionados por el préstamo con China-Taiwan, los cuales fueron condonados por acuerdos entre gobiernos.

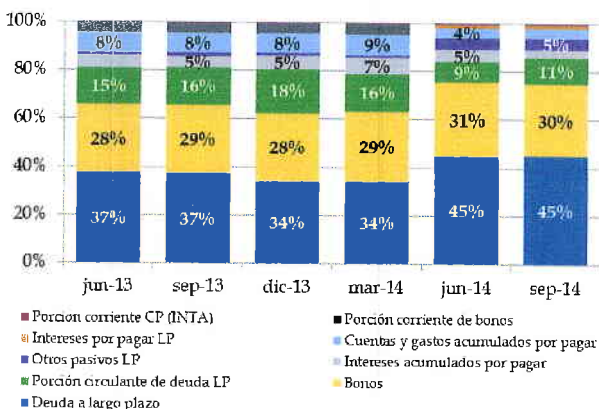
Durante el trimestre anterior, EAAI realizó un reajuste en varias cuentas de su pasivo registradas al corto plazo, trasladándolas hacia el largo plazo debido a que no representan una exigibilidad real, situación que modificó las importancias relativas de varios componentes del pasivo.

Principalmente, los ajustes se hicieron sobre los préstamos concesionales que se obtuvieron para la construcción de los radares en el Aeropuerto Augusto C. Sandino, y cuya operación se encuentra en proceso de condonación.

Es importante mencionar que el pasado 3 de diciembre del 2014, EAAI, en línea con el MHCP, cumplió con el requisito de conciliación de deuda plasmado en el Acuerdo Presidencial publicado el 20 de junio del 2014 en La Gaceta, Diario Oficial, No. 114, en el cual se autoriza al MHCP transferir a las Instituciones Públicas el alivio de deuda aplicado en los programas "Iniciativas de Países Pobre Altamente Endeudados (HIPC)" y "Alivio de Deuda Multilateral", donde se encuentran los préstamos concesionales conferidos por el Instituto de Crédito Oficial del Reino Unido de España.

De esta forma, EAAI finalizó el procedimiento de condonación que permite para ese ejercicio realizar la liquidación de tales operaciones, por lo que se espera una reducción cerca del 86% de los US\$14,27 millones que comprenden estos préstamos, contrayendo la posición pasiva de la entidad para el siguiente periodo a ser evaluado.

EAAI: Composición Pasivos



EAAI expone un giro financiero concentrado en el largo plazo (bonos y préstamos comerciales), el cual está enfocado a permitir el espacio de tiempo oportuno para que se consoliden comercialmente los distintos aeropuertos

administrados por la organización y se alivie paulatinamente la presión de liquidez que debe ser gestionada para la atención de las obligaciones.

### 5.3 PATRIMONIO

El patrimonio de EAAI suma C\$480,81 millones (US\$20,51 millones) para setiembre 2014, contabilizando decrecimientos por el orden del 10% tanto trimestral como interanualmente, a causa de la erosión que ocasiona la acumulación de pérdidas.

En general, 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, así como de los aportes del Estado de Nicaragua.

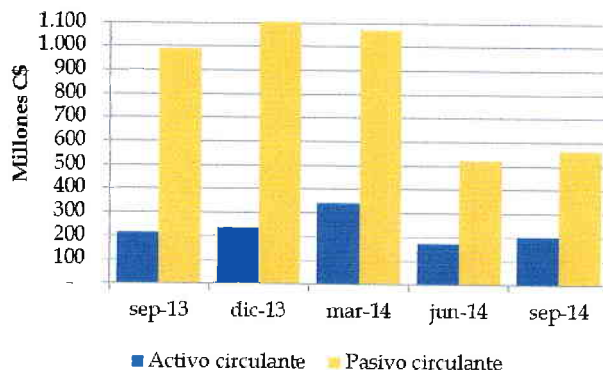
Puntualmente, las pérdidas acumuladas se ubican en C\$1.086,69 millones (US\$41,36 millones) al cierre del tercer trimestre del 2014, éstas se derivan en gran parte de los costos financieros asumidos por EAAI para desarrollar la infraestructura aeroportuaria de Nicaragua.

## 6. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

### 6.1 LIQUIDEZ

Estudiando la capacidad de EAAI para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, es notable que la entidad mantiene una brecha negativa de liquidez al presentarse la relación *Activo circulante < Pasivo circulante*; lo cual significa que la masa actual de recursos líquidos no logra cubrir la totalidad de las obligaciones con vencimiento dentro del próximo año.

EAAI: Activo circulante vs Pasivo circulante



En consecuencia, la organización mantiene un monitoreo diario de sus flujos de efectivo y mediante el análisis sobre la

## OFICINAS REGIONALES

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

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

prelación de sus obligaciones, tanto financieras como comerciales, ha logrado sostener una adecuada administración de los flujos para asegurar su solvencia con sus distintos acreedores.

Puntualmente, se suma una brecha de liquidez negativa por C\$364,93 millones (US\$13,89 millones) para setiembre 2014, evidenciando una reducción de 53% interanual, aunque en el último trimestre se expandió en un 4% dado el mayor crecimiento que denota el pasivo circulante a raíz de los nuevos financiamientos comerciales.

Sin embargo, el mayor nivel de efectivo que presenta EAAI para el periodo produce una razón circulante a setiembre 2014, que mejora ligeramente su nivel con respecto al trimestre anterior, al cerrar en 0,35 veces. Esto significa que los activos circulantes cubren el 35% de las obligaciones de corto plazo que mantiene la empresa.

Liquidez	sep-13	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14
Razón circulante	0,22	0,21	0,32	0,33	0,35
Prueba ácida	0,21	0,20	0,31	0,31	0,34

Es importante precisar, que después de la reclasificación efectuada en el pasivo circulante, actualmente solo el préstamo Balloon Payment mantenido con Banpro se enmarca como una operación registrada al corto plazo cuya exigibilidad real es al largo plazo, debido a la naturaleza propia del préstamo. Por ello, si se elimina este efecto del total de pasivos circulantes, la razón circulante mejora a 0,48 veces para setiembre 2014.

Pasando al análisis del flujo de caja proyectado con el que cuenta la entidad para todo el plazo de vigencia de las emisiones, se destaca que dentro de sus principales supuestos se considera un crecimiento anual del 5% en los ingresos operativos, un crecimiento anual del gasto en 2%, financiamiento externo con condiciones favorables, aumento de las tarifas y las inyecciones de recursos por parte del MHCP hasta el 2017, a saber:

Programa de Asignaciones MHCP	
Año	Monto
2015	6.727.504,34
2016	5.360.360,74
2017	3.245.797,93
<b>Total</b>	<b>\$15.333.663,01</b>

Fuente: Información administrada por la Administración de EAAI.

Para el tercer trimestre del 2014, EAAI cierra con un flujo de caja real acumulado de US\$4,22 millones. A nivel de ingresos, la empresa muestra una generación de entradas de efectivo 39% mayor que la realizada durante el segundo

trimestre del año anterior, lo cual fue impulsado por los US\$3,10 millones de efectivo que entraron vía financiamiento.

Del lado de las salidas de efectivo, EAAI incrementó sus egresos en un 8% debido a un nivel de gastos por inversiones 3,20 veces mayor al contabilizado en el tercer trimestre del 2013, esto en respuesta al mejoramiento de efectuado al Aeropuerto Augusto C. Sandino de cara al proceso de certificación efectuado.

Para el cierre del año 2014, EAAI proyecta cerrar su flujo de caja en US\$1,37 millones. Cabe señalarse que el flujo de caja acumulado considera las transferencias a ser efectuadas por el MHCP, la condonación de los préstamos concesionales, la amortización de varios préstamos y un racionamiento de los egresos por concepto de inversiones, esto como parte del proceso que EAAI lleva a cabo para extraer de su operación la inversión en infraestructura aeroportuaria y pasar esta a manos del Gobierno de Nicaragua.

## 6.2 ENDEUDAMIENTO

Para el cierre del tercer trimestre del 2014, EAAI sostiene su alto apalancamiento financiero, tras registrar una razón de deuda que llega a 86,23%, la cual crece ligeramente tanto trimestral como interanualmente debido a que si bien se han amortizado varias obligaciones, la entrada de algunos préstamos para necesidades particulares, sostiene el peso de los pasivos en las finanzas de la organización.

En general, el endeudamiento comercial suma C\$1.681,13 millones (US\$63,99 millones) para setiembre 2014, por lo que se aumenta 7% de manera trimestral y 2% interanualmente, llegando a significar un 56% del pasivo total, lo cual se considera muy alto. Propiamente para el presente periodo se transaron las siguientes operaciones crediticias:

- En julio 2014, el Banco de América Central (BAC) desembolsó un monto de US\$1,20 millones, los cuales fueron destinados para realizar pagos de avalúos del sistema de balizamiento del Aeropuerto Internacional de Managua.
- En setiembre 2014, el Banco de la Producción (Banpro) desembolsó fondos por hasta US\$2,00 millones, destinados hacia pagos de avalúos y supervisión de los siguientes proyectos, los cuales se refieren a prioridades de inversión señaladas por el Instituto Nicaragüense de Aeronáutica Civil (INAC) y la OACI en el fin de obtener la certificación aeronáutica:

## OFICINAS REGIONALES

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

**El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II,  
Condominio Metro 2000, local 13 A

- Sistema de balizamiento y construcción de plataforma áreas y accesos en el Aeropuerto Internacional de Managua.
- Medición del índice del perfil de la pista del Aeropuerto Internacional de Managua.

Lo anterior, originó un impacto general en los indicadores de endeudamiento de EAAI para setiembre 2014, donde por el lado del interés promedio sobre pasivos, el indicador refleja el costo creciente que asume EAAI por su financiamiento, el cual, pese al incremento observado en la generación de utilidades operativas (+9% interanual), genera una caída trimestral en la capacidad de cobertura de los intereses.

Por su parte, tras la disminución continua de la base patrimonial, el endeudamiento se vuelve a elevar tanto trimestral como interanualmente, por lo que a setiembre 2014 los pasivos superan a la posición patrimonial en 6,26 veces.

Endeudamiento	sep-13	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14
Razón de deuda	84,88%	86,57%	82,73%	84,50%	86,23%
Cobertura de intereses	30%	-1%	93%	59%	33%
Endeudamiento	5,61	6,45	4,79	5,45	6,26
Interés medio sobre Pasivos	5,60%	5,74%	4,83%	5,70%	5,61%

La entidad mantiene colocados en el mercado los Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II), cuya emisión fue efectuada por US\$4,00 millones. Al 30 de setiembre del 2014, el saldo de esta obligación en el corto plazo suma un total de C\$10.509.318,42 equivalentes a US\$400.000,00 y en el largo plazo el saldo por esta obligación asciende a la suma de C\$5.254.666,04 equivalentes a US\$200.000,00, por lo que se denota una amortización de US\$100.000,00 durante el presente trimestre bajo evaluación.

Es importante recordar que el vencimiento de los BIAN II está establecido para el 25 de enero del 2016 según prospecto. Con relación al monto total emitido en los BIAN II (\$4,00 millones), se ha amortizado el 85% del total de la emisión.

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 (cancelada el 1 de abril del 2014), B, C y US\$2,00 millones de la serie D.

Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE)			
Clase de instrumento	Bonos		
Nombre de la emisión	Serie B	Serie C	Serie D
Monto de la emisión (millones)	US\$15,00	US\$20,00	US\$2,00
Plazo (años)	10	15	20
Fecha de emisión	1-abr-2009	1-abr-2009	1-abr-2009
Fecha de vencimiento	1-abr-2019	1-abr-2024	1-abr-2029
Tasa de interés	8,25%	8,50%	9,00%

Para tal efecto, es importante mencionar que el prospecto de los bonos BRADE constituye una Cuenta de Reserva que se alimenta a través del flujo de los contratos de Derecho de Terminal, así como por aportaciones extraordinarias según el comportamiento del flujo de efectivo, para contribuir al pago del principal de los valores.

Este aprovisionamiento es administrado por INVERCASA, a través de una Cuenta de Reserva en una Institución Bancaria de primer orden.

Después del pago de cada serie de los bonos, la Cuenta de Reserva vuelve a reiniciar su crecimiento hasta alcanzar la fecha de vencimiento de la siguiente serie emitida. Al 31 de octubre del 2014, el fondo suma US\$288.510,92, según el último estado de cuenta del fondo de reserva, monto que equivale a un 1,92% de la serie B de los bonos BRADE.

Siendo con las precisiones sobre el endeudamiento de EAAI, el 51% del total de la deuda comercial a corto plazo se compone de un préstamo con BANPRO, donde las cuentas se encuentran calculadas con 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. El monto original de este crédito es por US\$7,0 millones, cuyo saldo a setiembre 2014 se registra en US\$5,52 millones.

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 su cancelación está pactada en el largo plazo, lo cual alivia la programación de pagos de obligaciones de la entidad.

## 7. ANÁLISIS DE GESTIÓN

### 7.1 ACTIVIDAD

Analizando las distintas obras que realiza EAAI, para el presente periodo se destacan dentro de los principales egresos correspondientes a proyectos, los siguientes:

- Mejoramiento del sistema de balizamiento del Aeropuerto Internacional de Managua.

## OFICINAS REGIONALES

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

**El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

- Supervisión técnica del proyecto Aeropuerto Costa Esmeralda.
- Medición del índice del perfil de la pista de aterrizaje del Aeropuerto Internacional de Managua.
- Construcción de plataforma de áreas y acceso a pista del Aeropuerto Internacional de Managua.
- Construcción de cerca perimetral en el sector donde fue ampliada la pista del Aeropuerto Internacional de Managua.

En cuanto a los índices de actividad de la entidad, la rotación del activo circulante (RAC) llega a 4,05 veces, disminuyendo en el último trimestre a causa del aumento observado en los activos circulantes, sin embargo, la mejora interanual en la generación de ingresos (+20%) levantó el indicador con respecto al registrado en setiembre 2013.

Por el lado de la rotación del activo fijo y del activo total, no se presenta mayor variación con respecto a los periodos anteriores, aunque el mejoramiento en la generación de ingresos ha producido niveles de rotación superiores en el último año.

Actividad	sep-13	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14
RAC	3,29	3,06	2,44	4,78	4,05
RAF	0,21	0,21	0,25	0,25	0,25
RAT	0,20	0,20	0,23	0,24	0,23

Con respecto a la actividad aeroportuaria referente a las entradas y salidas de pasajeros internacionales del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino propiedad de EAAI, es importante destacar que el aeropuerto presenta estacionalidades en el comportamiento del flujo de pasajeros, siendo los períodos de diciembre a marzo y de julio a setiembre cuando se registra la mayor entrada y salida de pasajeros internacionales y por ende el mayor movimiento a nivel de ingresos.



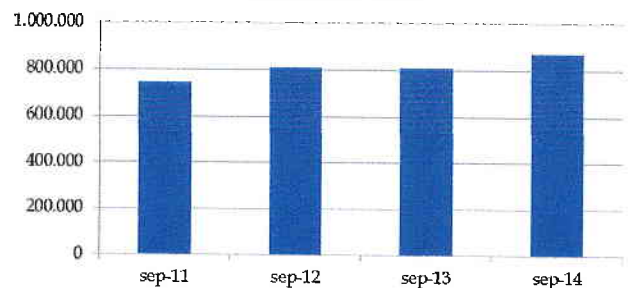
El tercer trimestre del 2014 presenta crecimiento del 2% en su flujo total de pasajeros internacionales, con respecto al

trimestre anterior, esto debido al efecto estacional. Adicionalmente, de forma interanual, durante este trimestre se atendió a un 5% más de pasajeros internacionales.

Como se observa en la línea tendencia de la tasa de variación anual, el año 2014 presenta un significativo incremento en su flujo de pasajeros internacionales con respecto a un año 2013 más deprimido, crecimiento que se ubica en algunos periodos inclusive por encima de las proyecciones que mantiene la administración de EAAI.

Al final, las mejoras en infraestructura logradas han significado un impacto directo al flujo de pasajeros que este aeropuerto puede recibir, elevando en los últimos 4 años el ritmo de entradas y salidas de pasajeros internacionales.

**Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino**  
**N° Pasajeros internacionales (Entradas y Salidas)**  
**Acumulado Anual**



Según el Instituto Nicaragüense de Turismo (INTUR), más de un millón de personas visitó Nicaragua entre enero y octubre del presente año, 1.055.000 personas, resultando en un aumento del 7% en comparación con el mismo período del año anterior.

Por último, el incremento en la operación de EAAI, así como la cobertura de las necesidades de los otros aeropuertos como Ometepe y San Juan, y el proceso de certificación con OACI, ha significado un aumento en los gastos administrativos, lo cual repercutió en los niveles de rotación de este tipo de gasto para setiembre 2014. Asimismo, se presentó una desmejora en la razón de cobertura de los gastos administrativos, al ubicarse en 0,32 veces para el cierre del tercer trimestre del 2014.

Actividad	sep-13	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14
Rotación Gtos. Adm.	24,96	21,94	22,71	22,51	20,06
Util. Operac/Gtos Adm.	0,36	-0,02	0,85	0,64	0,32

## 8. ANÁLISIS DE RESULTADOS

Al finalizar el tercer trimestre del 2014, EAAI presenta un incremento del 20% en sus ingresos totales con respecto a los

### OFICINAS REGIONALES

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

**El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

registrados durante el mismo periodo del año anterior, tras contabilizar C\$666,86 millones (US\$ 25,38 millones).

Esto es consecuencia de un mayor nivel de actividad aeroportuaria que elevó los ingresos por servicios aeroportuarios en un 14% durante el último año, además del crecimiento en los réditos generados por servicios auxiliares (+13% interanual), así como en otros líneas de ingreso donde se destacan aquellos por concepto de comisión de servicios de rampa (+49% interanual), concesiones (+17% interanual) y otros ingresos financieros (+140% interanual), a raíz de la reversión de intereses provisionados por el préstamo China-Taiwan Exim Bank, los cuales fueron condonados.

De esta forma, los ingresos de la entidad se componen en un 75% por servicios aeroportuarios, 13% por ingresos auxiliares, un 9% corresponde a los otros ingresos financieros y el restante 2% es representado por ingresos generados a través de las concesiones y la comisión de servicios de rampa. Dentro de las estrategias de EAAI para incrementar el nivel de ingresos, para el 2015 se destaca la entrada de nuevas líneas aéreas que levantarán de forma importante el flujo de pasajeros, así como el movimiento derivado de las operaciones del canal, aunado a ello se proyecta una revisión tarifaria.

En conjunto, se registra un ascenso en los gastos totales por el orden del 13% interanual, al sumar éstos C\$831,21 millones (US\$31,64 millones). Dicha variación es causada por el crecimiento del 9% interanual en los gastos financieros, un 16% más de costos por servicios aeroportuarios, como respuesta al crecimiento de operación aeroportuaria, y el incremento del 23% en los gastos de administración, principalmente.

De forma general, para setiembre 2014 los costos y gastos de EAAI se componen en 32% por los gastos financieros, 30% por costos de servicios aeroportuarios (20%) y auxiliares (10%), con 16% de importancia relativa se ubican los gastos administrativos, mientras que la depreciación y aportaciones suman el 22% restante.

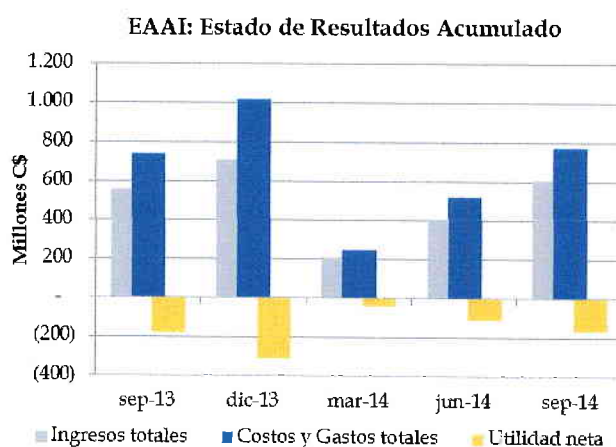
Durante el presente periodo, el crecimiento de los gastos de la organización (principalmente administrativos) responden al proceso de certificación al que se sometió EAAI, el cual implicó una preparación económica tanto a nivel de procesos, personas y equipos que permitiera al Aeropuerto Internacional de Managua estar en línea de los estándares que solicita OACI.

Por su parte, dentro de los gastos financieros se encuentran aquellos originados por pérdida cambiaria (11% de los gastos totales), la cual se produce esencialmente al revalorizar las obligaciones financieras (prestamos con la

banca comercial, préstamos concesionales y bonos) y que representa 36% del total de gasto financiero acumulado y consume el 14% de los ingresos totales acumulados.

Este concepto, se genera por un efecto contable ligado a una condición de la política monetaria de Nicaragua, por lo que no involucra aspectos de eficiencia operativa de la entidad como tal.

En detalle, el efecto negativo que causa esta revaloración cambiaria obedece a un aspecto estructural sobre el sistema de deslizamiento cambiario en Nicaragua, en conjunto con los aspectos coyunturales del mercado de divisas en este país, que producen una depreciación continua de la divisa, causando que el incremento de este rubro en las finanzas de EAAI sea una constante.



Al final, para setiembre 2014 el efecto conjunto de ingresos y gastos produjo un resultado del período que totalizó C\$164,35 millones (US\$6,26 millones) de pérdida acumulada, por lo que se sostiene la situación de pérdida de EAAI aunque esta es un 10% menor a la registrada en setiembre 2013.

A la fecha, el nivel actual de ingresos aún no es lo suficientemente alto para que la Empresa sea capaz de revertir, por si sola, su nivel de endeudamiento y situación de pérdida. Sin embargo, este escenario será afectado positivamente según se efectúen los distintos pagos del Programa de Asignación Presupuestaria del MHCP, al aliviar la carga de la deuda comercial de EAAI, la liquidación de los préstamos Radares I y II tras su condonación y la consolidación comercial de los distintos aeropuertos.

Analizando a EAAI en razón del EBITDA, el cual mide el desempeño operativo de la empresa, se observa como la entidad ha incrementado sus beneficios de operación

## OFICINAS REGIONALES

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

**El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

interanualmente al registrar una ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones de C\$171,51 millones (US\$6,53 millones), presentando así un incremento interanual del 9%.

En términos del margen EBITDA, entendido como el cociente de la razón EBITDA/Ventas Totales, EAAI desmejora ligeramente su nivel de forma interanual, ya que en razón a su empleo de costos operativos, estos consumen alrededor del 72% de los ingresos totales para setiembre 2014.

EAAI EBITDA -En Córdobas (C\$)-			
	sep-13	sep-14	Δ anual
Utilidad Bruta	38.230.418,79	41.825.395,75	9%
(+) Depreciación	119.026.765,79	129.684.288,12	9%
<b>EBITDA</b>	<b>157.257.184,58</b>	<b>171.509.683,87</b>	<b>9%</b>
Ventas	531.004.819,23	606.660.173,34	14%
<b>Margen EBITDA</b>	<b>30%</b>	<b>28%</b>	

## 9. RENTABILIDAD

A través de los resultados de EAAI, se denota un nivel de rendimiento de operación sobre activos que se recupera interanualmente a setiembre 2014, impulsado por la mejor generación de ingresos que ha obtenido EAAI sobre su base activa. Sin embargo, a efectos del margen de utilidad operativa se presenta una contracción a causa del incremento en los gastos que implicó el proceso de certificación ante la OACI.

Después del primer semestre del 2014, periodo caracterizado por un buen dinamismo en el flujo de pasajeros y servicios aeroportuarios prestados, se registra una contracción adicional en ambos indicadores para setiembre 2014, ya que por estacionalidad, el tercer trimestre presenta un menor dinamismo en la actividad aeroportuaria de Nicaragua.

Por otro lado, al mantenerse las pérdidas en los resultados de EAAI, los indicadores de rendimiento sobre activos (ROA) y el rendimiento sobre el patrimonio (ROE) continúan mostrándose negativos.

Rendimientos	sep-13	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14
Rend. Operación / Activos	1,45%	-0,07%	3,72%	2,86%	1,60%
ROA	-6,89%	-8,81%	-4,45%	-6,57%	-6,28%
ROE	-45,55%	-65,63%	-25,77%	-42,39%	-45,58%
Margen de utilidad operativa	7,20%	-0,36%	16,21%	12,09%	6,89%
Efecto apalancamiento	-4,15%	-5,81%	-1,11%	-2,83%	-4,02%

De igual forma el efecto del apalancamiento sigue evidenciando el impacto negativo que genera el pago de

intereses en la estructura de rentabilidad de la organización, a raíz del alto nivel de endeudamiento.

## 10. COSTOS DE TRANSFORMACIÓN

Hacia setiembre 2014, el índice de costo de servicios asciende trimestralmente a 41,85%, significando que para este periodo los gastos por servicios, tanto aeroportuarios como auxiliares, tuvieron un mayor peso dentro de la estructura de rentabilidad; sin embargo, el crecimiento interanual en los ingresos totales disminuyó el indicador con respecto a lo registrado a setiembre 2013.

Por su parte, el indicador de gastos de operación presenta aumentos de forma interanual y trimestral, impactado por el ascenso en el gasto administrativo que se derivó esencialmente de la coyuntura de certificación, el proceso de comercialización de los aeropuertos, costos asumidos en proceso de negociación sobre el proyecto del canal y necesidad capital humano crecientes para los aeropuertos.

El indicador de gasto financiero decrece hacia setiembre 2014 al ubicarse en un 30,58%, esto se origina en una mejoría del resultado financiero tras el aumento percibido en otros ingresos financieros que ocasionó la condonación de intereses del préstamo con Exim Bank.

Costos De Transformación	sep-13	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14
Costo de Servicios	42,01%	44,34%	37,40%	40,24%	41,85%
Gastos Operación	50,79%	56,02%	46,39%	47,67%	51,26%
Gasto Administrativo	19,93%	22,90%	19,18%	18,76%	21,51%
Gasto Financiero	46,19%	44,99%	34,02%	37,46%	30,58%

*Las calificaciones otorgadas no han sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Entidades No 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 período 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 | 2102-9511**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A