

EMPRESA ADMINISTRADORA DE AEROPUERTOS INTERNACIONALES

Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

Sesión ordinaria: N° 4022015

Información financiera: no auditada al 31 de diciembre del 2014.

Contactos: Alexander Meza Schmidt
Cindy Alfaro Azofeifa

Analista Financiero
Analista Senior

ameza@scriesgo.com
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 31 de diciembre del 2014.

Calificación de Riesgo EAAI						
Anterior			Actual*			
Moneda			Moneda			
Córdobas	Extranjera	Perspectiva	Córdobas	Extranjera	Perspectiva	
Largo	scr BB+ (nic)	scr BB+ (nic)	Positiva	scr BB+ (nic)	scr BB+ (nic)	Positiva
Plazo	scr BB+ (nic)	scr BB+ (nic)	Positiva	scr BB+ (nic)	scr BB+ (nic)	Positiva
Corto	SCR 4 (nic)	SCR 4 (nic)	Positiva	SCR 4 (nic)	SCR 4 (nic)	Positiva

*La calificación actual no 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
		-millones-	anterior	actual*
Bonos de Infraestructura				
EAAI	Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II)	US\$4,00	scr A (nic)	scr A (nic)

*La calificación actual no 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*
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.

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.

"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"

¹ El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página www.scriesgo.com

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 14% en el último año y presenta un margen del 24% 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. El pasado 23 de febrero se efectuó la transferencia de los US\$6,73 millones correspondientes a la asignación del 2015, por lo que su efecto se observará en el siguiente periodo de evaluación.
- 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 88% 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.

- Finalización del proceso de condonación parcial de la deuda concesional Radar I y Radar II, que implica una reducción del 48% del principal y un alivio de US\$3,19 millones sobre los intereses aprovisionados contablemente. El efecto neto sobre la deuda comercial es una disminución del 14%.

OPORTUNIDADES

- 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.
- La calificación de riesgo de EAAI (scr BB+), como emisor, se encuentra a un escalón de distancia para pasar a ubicarse dentro del nivel de grado de inversión, por lo que SCRiesgo en atención a la asignación de la perspectiva "Positiva" espera evaluar la última información financiera auditada, el efecto en la situación financiera de la última transferencia del MHCP, la evolución de la cuenta de reserva de los bonos BRADE y la conservación de la tendencia de mejora en la situación de endeudamiento y generación de ingresos para valorar la posibilidad de una mejoría en la calificación de riesgo.

RETOS

- La entidad presenta un alto nivel de endeudamiento, para diciembre 2014 se muestra en 3,37 veces. Esto presiona la realidad financiera de la organización al mantenerse el nivel de pérdidas relacionadas, aunque en el último trimestre EAAI logró contraer la razón en un 46%.
- 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.

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

- Revertir la acumulación de pérdidas que genera una constante erosión de la posición patrimonial de EAAI.
- Con excepción del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino, las demás terminales significan centro de costo para la operación de EAAI ya que aún no se ha consolidado un flujo suficiente de tránsito aéreo que lleve a punto de equilibrio la operación de los distintos aeródromos.

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 BALANCE Y PERSPECTIVAS

La economía mundial presentó un leve signo de recuperación respecto al 2013, pero muy diferenciados entre los países. Mientras Estados Unidos presentó un repunte en su economía, la zona del Euro, Asia, economías emergentes y países subdesarrollados mostraron dificultades que provocó un menor crecimiento.

La caída en el precio de algunas materias primas y del petróleo ejerce más tensión sobre el rumbo de las economías mundiales, así como situaciones geopolíticas (Ucrania y Oriente medio) que causan mayor volatilidad en los mercados financieros. La política monetaria de Estados Unidos seguirá manteniendo una tendencia contractiva que se prevé no provocará presiones sobre las tasas de interés, mientras que en la zona del euro se espera que el Banco Central Europeo siga una política monetaria expansiva.

Como consecuencia de lo anterior, se espera que la región Centroamérica enfrente grandes retos para promover su crecimiento. La demanda externa presentará debilidades, por lo que incentivar la demanda interna y promover la inversión es uno de los factores claves en los que cada país debe trabajar.

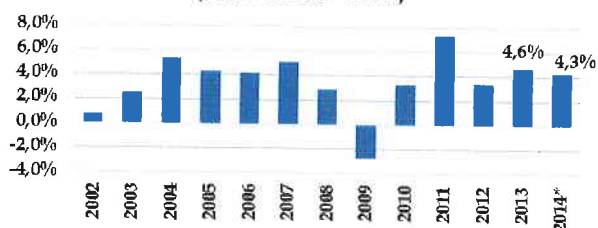
El Banco Central de Nicaragua estima que el crecimiento será mayor durante el 2015, impulsado principalmente por una mejora en los términos de intercambio y condiciones climáticas favorables. Se espera que la inflación siga con niveles similares a los mostrados hasta el momento (6,5-

7,5%), un aumento en las Reservas Internacionales Brutas que les permita seguir respaldando su régimen, mayor profundización del Sistema Financiero y una política fiscal prudente y equilibrada.

3.2 ACTIVIDAD ECONÓMICA

El producto interno bruto (PIB), para el II trimestre del 2014, presentó una variación interanual acumulada del 4,3%. Mediante el enfoque de la producción, este crecimiento se vio sustentando por las actividades de explotación de minas y canteras (24,5%), comercio, hoteles y restaurantes (5,1%) e industrias manufactureras. Al comparar las variaciones interanuales de estas actividades, se encuentra que únicamente la de construcción llegó a ser negativa, lo cual le restó dinamismo al PIB. A continuación se presenta de forma gráfica lo mencionado hasta el momento.

Gráfico 1
Tasa de variación anual del PIB
a precios constantes
(Periodo 2002 - 2014)



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.
*Cifra acumulada al IIT.

La tasa de crecimiento mostrada por Nicaragua durante el primer semestre del 2014, le permitió encabezar la lista de países con mayor crecimiento en Centroamérica, seguido de Guatemala y Costa Rica con una tasa alrededor del 4%.

Las proyecciones para Nicaragua durante el 2015 sugieren que la economía seguirá creciendo a tasas significativas, manteniendo su posición del país con mayor crecimiento. De esta forma, el Consejo Monetario Centroamericano proyecta un crecimiento del PIB real en un 4,5- 5%, cifras que superan el promedio de crecimiento para la región (3,8-4%).

3.3 COMERCIO EXTERIOR

Al mes de noviembre del 2014, el monto registrado por concepto de exportaciones fue de 2.399 millones de dólares, lo cual representó un crecimiento respecto al año anterior del 8%. Por otro lado, las importaciones a noviembre del 2014 cerraron en 5.333 millones de dólares, cifra que implicó un crecimiento interanual del 4%. Debido a que las importaciones fueron mayores que las exportaciones, el país registró un saldo negativo en su balanza comercial.

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

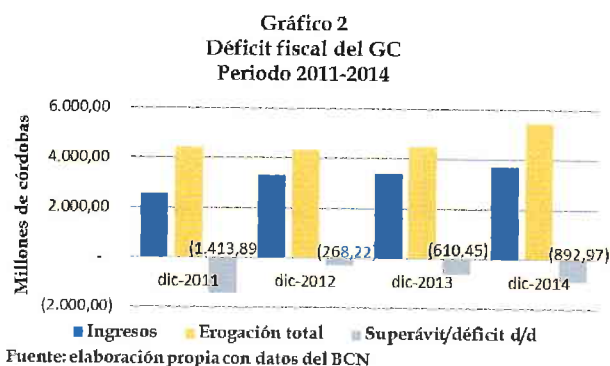
3.4 SITUACIÓN INTERNACIONAL

Según el último informe sobre Perspectivas de la Economía Mundial (WEO, por sus siglas en inglés), los principales acontecimientos que se están dando en la economía mundial y generan incertidumbre en los mercados internacionales se resumen en la caída de los precios del petróleo y algunas materias primas, así como proyecciones a la baja del crecimiento de las economías mundiales debido a situaciones de contracción o desaceleración económica que han presentado la zona euro, Japón y mercados emergentes.

Según las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el 2015-16, la tasa de crecimiento de Estados Unidos superará el 3%, con una mayor demanda producto del abaratamiento del petróleo, la moderación del ajuste fiscal y una política monetaria ajustándose gradualmente. Para la zona euro se proyecta un crecimiento en el 2015 del 1,2%, debido a la debilidad en la inversión. Por otro lado, para Japón se estima un crecimiento del 0,1%, a pesar de que entró en recesión técnica durante el tercer trimestre del 2014, sin embargo, la expansión monetaria y postergación del impuesto al consumo, propiciarán el leve repunte.

3.5 FINANZAS PÚBLICAS

A pesar de que los ingresos del gobierno presentaron un crecimiento significativo, congruente con la situación positiva a nivel económico, la tasa de crecimiento en los gastos fue mayor, lo cual provocó que se siguiera observando déficit fiscal, incluso después de donaciones (d/d).



La situación de debilidad de las finanzas públicas es un problema a nivel regional y también en economías avanzadas. La Comisión Monetaria de Centroamérica recomienda a los países de la región implementar políticas fiscales que les permita cierto nivel de sostenibilidad, ya que no se vislumbra un equilibrio fiscal en el mediano plazo debido al contexto internacional y específico de cada país.

3.6 MONEDA Y FINANZAS

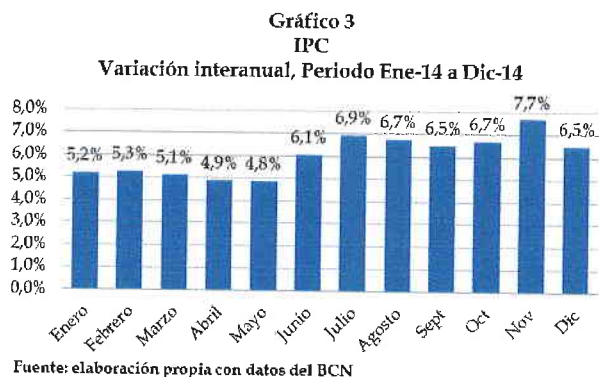
A diciembre del 2014, las Reservas Internacionales Netas sufrieron una disminución como consecuencia de la disminución en el encaje de moneda extranjera, el pago de servicio de deuda externa, entre otros. No obstante, el nivel de reservas brutas alcanzado fue suficiente para dar credibilidad al régimen cambiario nicaragüense.

Por otro lado, el Sistema Financiero Nacional presentó congruencia con el aumento en la cartera y la captación de los depósitos. Las inversiones tuvieron un comportamiento positivo durante el año y los indicadores de rentabilidad muestran un panorama positivo (por el aumento en la colocación de la cartera).

Finalmente, la tasa de interés activa implícita en córdobas al finalizar el año se ubicaron en 12,62%, representando una disminución de 1 pp. La tasa pasiva implícita en córdobas cerró en 1,55%, lo cual significó un aumento de 0,19 puntos porcentuales con respecto a diciembre del 2013. Debido a las variaciones mínimas que han tenido tanto las tasas activas como pasivas, el margen de intermediación financiera ha presentado un comportamiento estable.

3.7 PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

A inicios del 2014, el Índice de Precios al Consumidor mostró bajas presiones inflacionarias como respuestas a las condiciones favorables ambientales. No obstante, en el segundo trimestre del año y en el mes de noviembre, éste comportamiento se vio interrumpido debido a condiciones climáticas, encarecimiento del frijol y alza en los precios de productos agrícolas. A pesar de esto, la inflación logró ubicarse dentro del rango meta 6,5-7,5%, ya que la misma a diciembre del 2014 fue de 6,5%.



Del lado del mercado laboral, a diciembre del 2014 se presenta un leve crecimiento en los salarios reales, tanto de los asegurados del Instituto Nacional de Seguro Social (INSS) como el Gobierno general. La tasa de desempleo que

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

se proyectó fue del 6,16%, cifra que aún no ha sido validada por las autoridades nicaragüenses.

4. INFORMACIÓN SOBRE LA ENTIDAD

4.1 PERFIL Y RESEÑA HISTÓRICA

La Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (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.

EAAI se ha advocated al progreso de la infraestructura aeroportuaria de Nicaragua mediante la 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, como ha sido ejemplo la modernización de los aeropuertos de Puerto Cabezas, Ometepe, San Juan, entre otros.

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 ante las necesidades del país, EAAI fue llamada a asumir el proyecto de desarrollo de infraestructura aeroportuaria.

Por ello, y como parte del soporte del Estado Nicaragüense, EAAI ha sido incluida dentro del Programa de Asignación Presupuestaria llevado a cabo por el MHCP, el cual implica la retribución de la 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. 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 el primer y segundo trimestre del año 2015.

Actualmente, EAAI cuenta con la "Certificación de las Operaciones Seguras" en cada una de sus etapas del proceso operacional correspondiente al Aeropuerto Augusto C. Sandino, esta certificación es emitida por el Instituto Nicaragüense de Aeronáutica Civil (INAC) y auditada por el Organismo de Aviación Civil Internacional (OACI), según

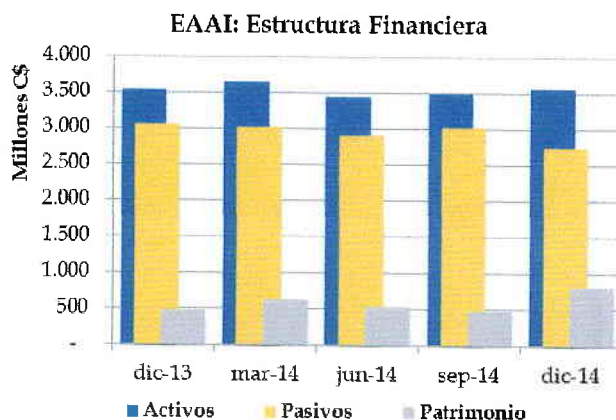
las Normas Internacionales de Aviación Civil establecidas por este.

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 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 último trimestre del año 2014, la entidad muestra un cambio de consideración en su estructura financiera después de la tendencia mostrada durante los últimos periodos, ya que se aprecia una reducción en sus pasivos aunado a un aumento en la posición patrimonial, que mejoran la situación de endeudamiento que enfrenta la organización.



Lo anterior es originado a raíz de la culminación del proceso de condonación parcial, hasta en un total del 48% del principal, de los préstamos concesionales ICO Radar I - Radar II, como consecuencia del Acuerdo Presidencial No. 112-2014, el cual autorizó al MHCP transferir a aquellas Instituciones Públicas el alivio de deuda aplicado bajo los

OFICINAS REGIONALES

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

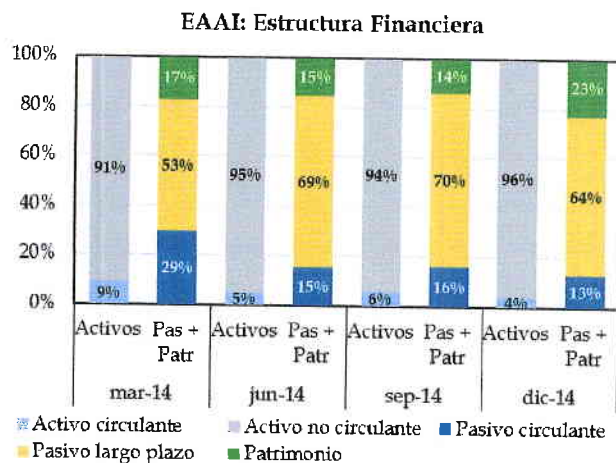
Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

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.

Como contraparte de la transacción, la posición patrimonial se vio impactada positivamente a diciembre 2014, ante capitalización del principal aliviado en la deuda de los radares por medio de la partida de Aportes del Estado.

Detallando la estructura financiera de EAAI según su liquidez y exigibilidad, al final del 2014 se mantiene el esquema de alta concentración en los activos no circulantes, mientras que los activos al corto plazo pesan 4% del activo total, muy por debajo del 13% que representa el pasivo circulante sobre la posición pasiva y patrimonial.



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.

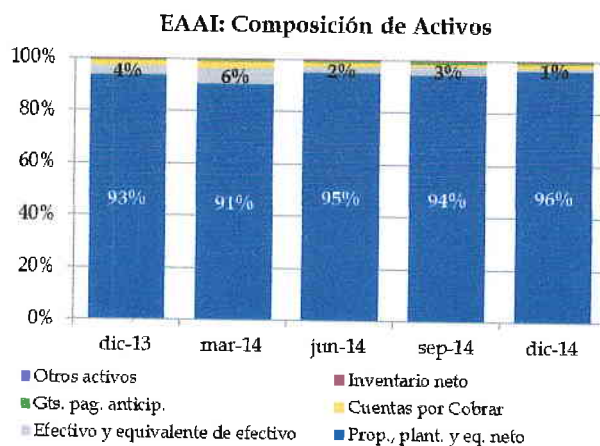
5.1 ACTIVOS

La partida de activos de EAAI suma C\$3.553,35 millones (US\$133,59 millones) para diciembre 2014, mostrando un crecimiento interanual del 1% y un aumento trimestral del 2%, el cual es causado principalmente por la inclusión de infraestructura que aún no se encontraba en los registros contables de EAAI, esto a raíz del proceso de reavalúos llevado a cabo en agosto 2014.

En ese sentido, la cuenta de propiedad, planta y equipo pasó a representar un 96% del total de activos, tras registrar

C\$3.414,09 millones (US\$128,36 millones) a diciembre 2014, enmarcándose como el componente de mayor peso en la estructura financiera, ya que concentran toda la infraestructura aeroportuaria con que cuenta EAAI.

Por su parte, la segunda partida de mayor peso, las cuentas por cobrar (2%), se incrementaron un 53% en el último trimestre tras la mayor facturación a las líneas aéreas que se genera en el cierre de año, las cuales se recuperan en las primeras semanas de enero 2015. Interanualmente, las cuentas por cobrar son un 11% menor tras la mejor gestión de cobro llevada a cabo por EAAI.



La partida de efectivo y equivalentes de efectivo presenta contracciones de 73% anual y 68% trimestral, motivadas por el pago de diferentes compromisos con proveedores y las obligaciones financieras. Además, cabe destacar que la variación anual se vio afectada ya que en diciembre 2013, este rubro contabilizaba la cuenta de reserva respectiva al pago de los bonos BRADE, la cual infló el stock de efectivo.

5.2 PASIVOS

Al 31 de diciembre del 2014, la posición pasiva de la entidad suma C\$2.741,08 millones (US\$103,05 millones), mostrando una reducción interanual del 10% y trimestral del 9% ocasionadas por el proceso de condonación de las deudas concesionales, asumidas con el Instituto de Crédito Oficial del Reino Unido de España para la construcción de los radares en el Aeropuerto Augusto C. Sandino.

Concretamente, el resultado del proceso de condonación consta en el registro de un ajuste contable en el que EAAI sana parcialmente los pasivos concesionales hasta por un monto de US\$4.933.875 en principal para el préstamo del Radar I y US\$1.852.101 en el principal del préstamo Radar II, sumando una condonación total de principal de

OFICINAS REGIONALES

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

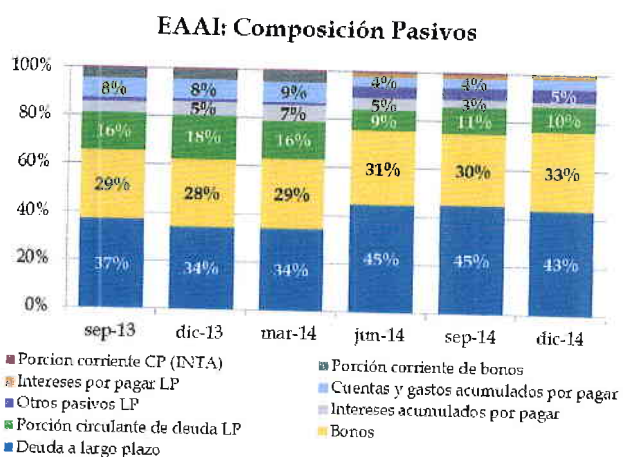
Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

US\$6.785.977 para ambas líneas de crédito, que equivale a un 48% del total de la deuda registrada.

De la mano con lo anterior, se realizó la reversión de los intereses contabilizados por tales préstamos hasta por un total de US\$3.194.130, entre corrientes y moratorios, que equivalen al 91% del total de los intereses que han generado estas dos operaciones.

Tales movimientos contables explican como la deuda a largo plazo disminuyó su importancia relativa a 43% de los pasivos totales para diciembre 2014, así como el peso de los intereses por pagar se redujo a un 2% para aquellos al corto plazo y a 1% para los contabilizados al largo plazo. Las demás cuentas del pasivo no muestran variaciones de impacto relevante.



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\$812,27 millones (US\$30,54 millones) al cierre del 2014, contabilizando aumentos por el orden del 72% anual y 69% trimestral, como consecuencia del incremento que presenta la partida de aporte Estatal, a raíz de la capitalización del principal condonado en el alivio de la deuda de los Radares I y II, y el crecimiento en la cuenta de incorporación de activos fijo, producto de la inclusión de infraestructura aeroportuaria que aún no había sido contabilizada.

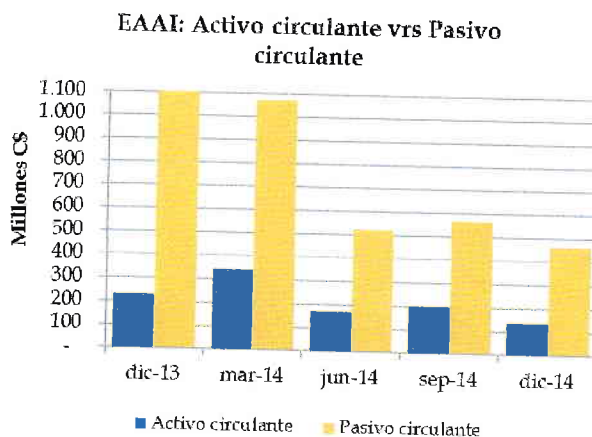
En general, el patrimonio consta de terrenos cedidos por el Gobierno de Nicaragua que no pueden ser vendidos, traspasados o embargados para el pago de las obligaciones, así como de los aportes del Estado de Nicaragua.

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 obligaciones con vencimiento dentro del próximo año.



En consecuencia, la organización mantiene un monitoreo diario de sus flujos de efectivo y mediante el análisis sobre la prelación de sus obligaciones, tanto financieras como comerciales, ha logrado sostener el flujo asegurando su solvencia con los distintos acreedores.

Puntualmente, se registra una brecha negativa de liquidez por C\$323,79 millones (US\$12,17 millones) para diciembre 2014, la cual se redujo en 63% interanual y 11% trimestral, dada la contracción que denota el pasivo a corto plazo a través de la condonación de la proporción circulante de los préstamos concesionales (Radar I y II), junto con los intereses contabilizados y la reclasificación de la cuenta adeuda al Instituto de Tecnología Agropecuaria.

Sin embargo, el menor nivel de efectivo que presenta EAAI para el periodo produce una razón circulante a diciembre 2014, que desmejora ligeramente su nivel con respecto al trimestre anterior, al cerrar en 0,30 veces. Esto significa que los activos circulantes cubren el 30% de las obligaciones de corto plazo que mantiene la empresa.

Liquidez	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14
Razón circulante	0,21	0,32	0,33	0,35	0,30
Prueba ácida	0,20	0,31	0,31	0,34	0,28

Es importante precisar, que si bien el préstamo Balloon Payment mantenido con Banpro se enmarca como una operación registrada al corto plazo, su exigibilidad real es al largo plazo debido a la naturaleza propia del préstamo. Por ello, eliminando este efecto del total de pasivos circulantes, la razón circulante mejora a 0,43 veces para diciembre 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 15% en los ingresos operativos para el año 2015, seguido de un crecimiento sostenido del 8% anual para los años subsecuentes.

Adicionalmente, el flujo contempla un aumento anual del 2% en los gastos operativos, excepto el rubro de gastos de mantenimiento que considera una variación del 5% anual, asimismo, no se tiene contemplado financiamiento externo y se incluyen 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
Total	\$15.333.663,01

Fuente: Información administrada por la Administración de EAAI.

Al finalizar el año 2014, EAAI cierra con un flujo de caja real acumulado de US\$1,37 millones. En relación con los ingresos, la empresa muestra una generación de entradas de efectivo 23% mayor que la realizada durante el año 2013, como resultado de un aumento del 10% en las entradas por ingresos operativos, aunado a unas entradas por financiamiento 19% mayores.

Del lado de las salidas de efectivo, EAAI incrementó sus egresos en un 18% anual debido a un nivel de gastos por amortización 8% mayor, esto a raíz del proceso de

saneamiento de pasivos, y unos gastos operativos que se aumentaron en 18% interanualmente.

Para el año 2015, EAAI proyecta cerrar su flujo de caja anual acumulado en más de US\$1,00 millón, cifra que es menor al flujo registrado al cierre del 2014, ya que para este año EAAI proyecta incrementos en las salidas de efectivo por concepto de gastos financieros, debe lograr una reserva acumulada sobre los bonos BRADE superior a los US\$3,00 millones y estima una inversión de US\$2,00 millones en compras de equipos de asistencia en tierra, en respuesta a las demandas de equipo que implica la entrada de nuevas aerolíneas y aumento del tránsito aéreo.

En conjunto, el flujo del año 2015 y subsecuentes considera las transferencias a ser efectuadas por el MHCP, la amortización de las deudas 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, quedándose esta en manos del Gobierno de Nicaragua. Adicionalmente, la presente proyección podría ser mejorada por la revisión tarifaria que está llevando a cabo EAAI.

6.2 ENDEUDAMIENTO

Al finalizar el año 2014, EAAI logra mejorar su situación de apalancamiento financiero tras registrar una razón de deuda que llega a 77,14%, la cual decrece tanto trimestral como interanualmente gracias a la amortización de varios pasivos y la condonación parcial de los préstamos Radar I y II, cuya operación se resume en la tabla a continuación:

Préstamos Concesionales Radars Españoles					
Concepto	Saldo anterior	Principal condonado	Nuevo saldo	Intereses condonado	% Monto saneado (princial)
Rada I	7.166.634,43	4.933.875,43	2.232.759,00	2.021.136,63	69%
Radar II	7.099.724,00	1.852.101,90	5.247.622,10	1.172.993,99	26%
Total Deuda Radar	\$14.266.358,43	\$6.785.977,33	\$7.480.381,10	\$3.194.130,62	48%

En general, el endeudamiento comercial suma C\$1.456,40 millones (US\$54,76 millones) para diciembre 2014, por lo que se disminuye 14% de manera trimestral y 9% interanualmente, llegando a significar un 53% del pasivo total, lo cual se considera alto.

Con respecto a los indicadores de endeudamiento de EAAI, para diciembre 2014, la liquidación parcial de los préstamos concesionales junto con la amortización de las obligaciones mantenidas con Banpro, BAC y CARUNA, principales acreedores de la entidad, mejoraron el nivel de endeudamiento a unas 3,37 veces, impulsado además por el crecimiento del patrimonio en el último trimestre.

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

La cobertura de intereses se registra negativa ya que la entidad contabilizó una pérdida operativa a diciembre 2014 por C\$36,97 millones, mientras que el interés medio sobre los pasivos presenta un ascenso debido a que en esa fecha de análisis, la razón compara un nivel de interés ante una base pasiva menor.

Endeudamiento	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14
Razón de deuda	86,57%	82,73%	84,50%	86,23%	77,14%
Cobertura de intereses	-1%	93%	59%	33%	-22%
Endeudamiento	6,45	4,79	5,45	6,26	3,37
Interés medio sobre Pasivos	5,74%	4,83%	5,70%	5,61%	6,11%

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 31 de diciembre del 2014, el saldo de esta obligación en el corto plazo suma un total de C\$10.639.358,13 equivalentes a US\$400.000,00 y en el largo plazo el saldo por esta obligación asciende a la suma de C\$2.659.846,38 equivalentes a US\$100.000,00, 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 88% 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 enero del 2015, el fondo suma US\$289.000,27, según el último estado de cuenta del fondo de reserva, monto que equivale a un 1,93% de la serie B de los bonos BRADE.

Es importante destacar, que EAAI tiene como compromiso llevar a cabo una reserva programada en el flujo de efectivo que permita consolidar una reserva acumulada de más de US\$3,00 millones al cierre del año 2015.

Siguiendo con las precisiones sobre el endeudamiento de EAAI, el 52% 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 diciembre 2014 se registra en US\$5,40 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 las 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.
- Supervisión técnica del proyecto Aeropuerto Costa Esmeralda.
- Recarpeteo de plataforma internacional del Aeropuerto de Managua
- Medición del índice del perfil de la pista de aterrizaje del Aeropuerto Internacional de Managua.

En cuanto a los índices de actividad de la entidad, la rotación del activo circulante (RAC) llega a 5,85 veces, aumentando en el último trimestre a causa de la mejora interanual en la generación de ingresos (+15%) y la contracción observada en el activo circulante (-40% interanual y -31% trimestral).

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

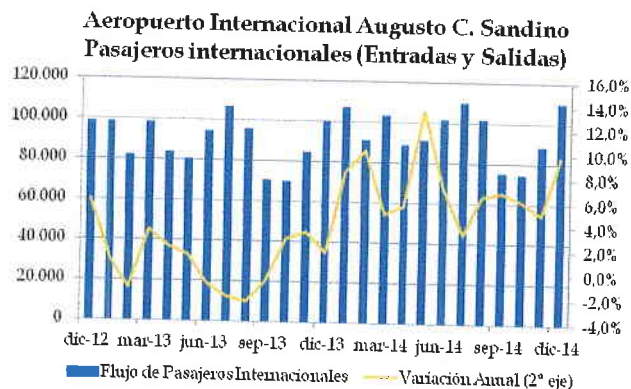
El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

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 con respecto al mismo período del año anterior.

Actividad	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14
RAC	3,06	2,44	4,78	4,05	5,85
RAF	0,21	0,25	0,25	0,25	0,24
RAT	0,20	0,23	0,24	0,23	0,23

En relación con 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.

Al finalizar el año 2014, el flujo acumulado de entradas y salidas de pasajeros internacionales correspondientes al Aeropuerto Internacional de Managua registró un total de 1.140.964 pasajeros, lo cual significó un crecimiento del 7% con respecto a los datos del 2013.



Puntualmente el mes de diciembre del 2014 reporta un flujo de pasajeros 10% mayor que el registrado en diciembre del 2013 y como tal, el cuarto trimestre del año 2014 le significó a EAAI un flujo 7% mayor al del mismo periodo del año anterior.

Por lo tanto, al observar 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 y que en general dispone una dinámica positiva sobre la entrada y salida de pasajeros internacionales para el año 2015.

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.



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 diciembre 2014. Asimismo, se presentó una desmejora en la razón de cobertura de los gastos administrativos, ya que para este periodo EAAI obtuvo una pérdida operativa impactada unos costos operativos crecientes y el alto nivel de depreciación acumulada.

Actividad	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14
Rotación Gtos. Adm.	21,94	22,71	22,51	20,06	18,50
Util. Operac/Gtos Adm.	-0,02	0,85	0,64	0,32	-0,19

8. ANÁLISIS DE RESULTADOS

Al 31 de diciembre del 2014, EAAI presenta un importante crecimiento del 30% en sus ingresos totales acumulados con respecto a los registrados durante el año 2013, tras contabilizar C\$956,01 millones (US\$35,94 millones).

Esto es consecuencia de un mayor nivel de actividad aeroportuaria que elevó los ingresos por servicios aeroportuarios en un 15% 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 (+30% interanual), concesiones (+15% interanual) y otros ingresos financieros (+338% interanual), a raíz de la reversión de intereses provisionados por el préstamo China-Taiwan Exim Bank y por los préstamos concesionales Radar I y II, los cuales fueron condonados.

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

De esta forma, los ingresos de la entidad se componen en un 70% por servicios aeroportuarios, 13% por ingresos auxiliares, un 12% 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 y posibles revisiones tarifarias.

Pese a este escenario de buena generación de ingresos, el 2014 significó para EAAI otro año cargado de gastos importantes derivados no solo de la carga financiera, sino de las mejoras correspondientes a alcanzar la certificación de operaciones seguras, la alta carga depreciativa que genera el elevado activo fijo y los costos operativos que varían en proporción al aumento del tránsito en los distintos aeropuertos.

Además, es importante mencionar que con excepción del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino, las demás terminales significan un centro de costo para la operación de EAAI ya que aún no se ha consolidado un flujo suficiente de tránsito aéreo que lleve a punto de equilibrio la operación de los distintos aeródromos.

Puntualmente, al 31 de diciembre del 2014 se registra un ascenso en los gastos totales por el orden del 17% interanual, al sumar éstos C\$1.197,68 millones (US\$45,03 millones). Dicha variación es causada por el crecimiento del 6% interanual en los gastos financieros, un 15% más de costos por servicios aeroportuarios, como respuesta al crecimiento de operación aeroportuaria, el incremento del 25% en los gastos de administración y un gasto por depreciación acumulado que se expandió en 45% gracias a la inclusión de nuevos activos fijos que no habían sido registrados en los libros de EAAI, principalmente.

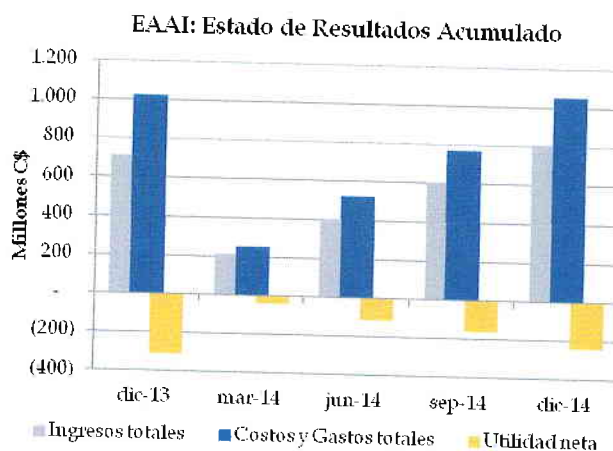
De forma general, para diciembre 2014 los costos y gastos de EAAI se componen en 30% por los gastos financieros, con 19% de importancia relativa cada uno se ubican los costos de servicios aeroportuarios y la depreciación, mientras que los gastos de administración representan alrededor del 16%, los costos de servicios auxiliares 10% y las aportaciones el 6% 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 13% 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.



Al final, para diciembre 2014 el efecto conjunto de ingresos y gastos produjo un resultado del período que totalizó C\$241,67 millones (US\$9,09 millones) de pérdida acumulada, por lo que se sostiene la situación de pérdida de EAAI aunque esta es un 16% menor a la registrada en diciembre 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 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 interanualmente al registrar una ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones de C\$194,72 millones (US\$7,32 millones), presentando así un incremento interanual del 15%.

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

En términos del margen EBITDA, entendido como el cociente de la razón EBITDA/Ventas Totales, EAAI mantiene su nivel de forma interanual, ya que en razón a su empleo de costos operativos, estos consumen alrededor del 76% de los ingresos totales para diciembre 2014.

Adicionalmente, es apreciable como la depreciación genera un alto impacto en el resultado operativo de EAAI, llevándolo incluso a un estado negativo a diciembre 2014 después del incremento del 45% interanual que se originó ante la contabilización de nuevo activo fijo.

EAAI EBITDA -En Córdoba (C\$)-			
	dic-13	dic-14	Δ anual
Utilidad Bruta	10.510.380,91	(36.971.559,09)	-452%
(+) Depreciación	159.916.258,07	231.691.608,96	45%
EBITDA	170.426.638,98	194.720.049,87	14%
Ventas	701.403.974,15	807.109.752,95	15%
Margen EBITDA	24%	24%	

9. RENTABILIDAD

De forma generalizada, los resultados acumulados de EAAI a diciembre 2014 reflejan indicadores de rentabilidad negativos que continúan señalando como el efecto apalancamiento impacto negativamente la estructura de rentabilidad de la organización y como aún la institución no logra cubrir su nivel de gasto, ahora desde el nivel de gastos operativos.

Rendimientos	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14
Rend. Operación / Activos	-0,07%	3,72%	2,86%	1,60%	-1,04%
ROA	-8,81%	-4,45%	-6,57%	-6,28%	-6,80%
ROE	-65,63%	-25,77%	-42,39%	-45,58%	-29,75%
Margen de utilidad operativa	-0,36%	16,21%	12,09%	6,89%	-4,58%
Efecto apalancamiento	-5,81%	-1,11%	-2,83%	-4,02%	-7,15%

10. COSTOS DE TRANSFORMACIÓN

Hacia diciembre 2014, el índice de costo de servicios asciende trimestralmente a 43,75%, significando que para este periodo los gastos por servicios, tanto aeroportuarios como auxiliares, tuvieron un mayor peso dentro de la estructura de resultados; sin embargo, el crecimiento interanual en los ingresos totales disminuyó el indicador con respecto a lo registrado a diciembre 2013.

Por su parte, el indicador de gastos de operación presenta aumentos de forma interanual y trimestral, afectado 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 es la única fuente de egresos que presenta un decrecimiento en cuanto a su peso frente a los ingresos percibidos, esto tras la contracción que ha permitido el proceso de condonación de intereses correspondientes a los préstamos concesionales que habían sido provisionados contablemente.

Es importante denotar la tendencia decreciente que se observa en el peso de los gastos financieros, la cual se espera continúe para los periodos subsecuentes conforme se concreten los distintos pasos para reducción del nivel de endeudamiento de la organización.

Costos De Transformación	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14
Costo de Servicios	44,34%	37,40%	40,24%	41,85%	43,75%
Gastos Operación	56,02%	46,39%	47,67%	51,26%	60,83%
Gasto Administrativo	22,90%	19,18%	18,76%	21,51%	23,79%
Gasto Financiero	44,99%	34,02%	37,46%	30,58%	21,96%

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 periodo y valores analizados y no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos.