

EMPRESA ADMINISTRADORA DE AEROPUERTOS INTERNACIONALES
Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

Sesión ordinaria: N° 4042015

Información financiera: no auditada al 31 de marzo del 2015.

Contactos: Alexander Meza Schmidt Analista de Riesgo
Cindy Alfaro Azofeifa Analista Senior

alexmeza@scriesgo.com
calfaro@scriesgo.com

II. 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 marzo del 2015 e información adicional auditada con corte a diciembre 2014.

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

Emisor	Serie	Bonos BIAN II		
		Monto -millones-	Calificación anterior	Calificación actual*
Bonos de Infraestructura				
EAAI	Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II)	US\$4,00	scr A (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:

Emisor	Serie	Bonos BRADE		
		Monto -millones US\$-	Calificación anterior	Calificación 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 (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 el aumento en su volumen de operaciones y el proceso de disminución de la carga pasiva.
- El apoyo económico brindado por el Gobierno de Nicaragua significa una fortaleza y soporte para la evolución futura de la situación financiera de la entidad.
- Existencia del Programa de asignación 2015-2017 del 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 del 2015 se efectuó la transferencia de los US\$6,73 millones correspondientes a la asignación del 2015.
- 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.
- EAAI se constata como la primera organización en América Central en poseer la "Certificación de las Operaciones Seguras" otorgada por el Instituto Nicaragüense de Aeronáutica Civil (INAC) y auditada por el Organismo de Aviación Civil Internacional (OACI).
- 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 90% del total de la emisión.

OPORTUNIDADES

- EAAI se circunscribe dentro de la estructuración del megaproyecto del canal interoceánico de Nicaragua, lo cual implica proyecciones de consideración en términos del desarrollo de infraestructura y crecimiento en volumen de operaciones.

- En atención a la asignación de la perspectiva "Positiva", SCRiesgo evaluará el control y evolución del gasto, la contracción sostenida de las pérdidas acumuladas, el crecimiento de la cuenta de reserva de los bonos BRADE, la conservación de la tendencia de mejora en la situación de endeudamiento y los incrementos en generación de ingresos para valorar la posibilidad de una mejoría en la calificación de riesgo al mediano plazo.

RISgos

- La entidad presenta un alto nivel de endeudamiento, para marzo 2015 este se muestra en 2,89 veces. Lo anterior, presiona la realidad financiera de la organización al mantenerse el nivel de pérdidas relacionadas, las cuales se profundizaron un 35% interanualmente.
- 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.
- Considerando el nivel de apalancamiento financiero actual, EAAI aún debe consolidar un mayor flujo operativo para controlar los riesgos de liquidez que implica dicha situación al largo plazo.
- Mantener un adecuado crecimiento de operación aeroportuaria que permita una generación de ingresos que impacte hacia el alza los niveles de rotación y flujo operativo.
- Controlar el creciente nivel de gastos de operación, específicamente, aquellos de orden administrativo que presentan una tendencia ascendente en el peso que tienen sobre los ingresos, lo cual implicó contracciones en el nivel de utilidades operativas.
- Revertir la acumulación de pérdidas que generan una constante erosión de la posición patrimonial de EAAI.
- 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.

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Carr. pp. Residencial El Molino
Edificio "Palma" Segunda Planta

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

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Prudencia, final Av. 10 y
La Revolución, Nivel A-1, Ciudad San Blas

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 ECONOMICO

3.1 BALANZO 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.

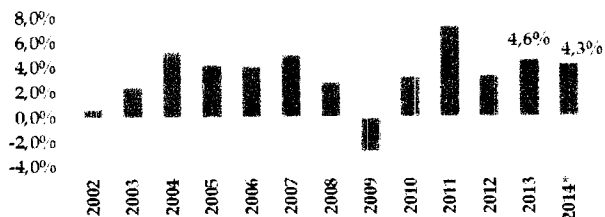
El Banco Central de Nicaragua estima que el crecimiento será mayor durante el 2015, impulsado principalmente por una mejora en los términos de intercambio y condiciones climáticas favorables. Se espera que la inflación siga con niveles similares a los mostrados hasta el momento (6,5-7,5%), un aumento 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 ECONOMICA

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.

3.4 SITUACION 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

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino
Calle 010 Panamá, Sala 001A Planta

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157
La Jirafa Centre Tower, Piso 30
Oficina 0711

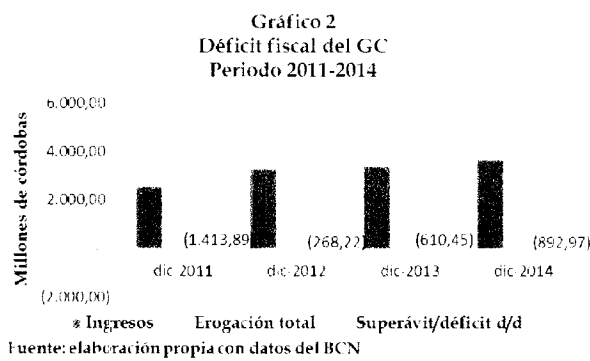
El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidencial, final Avenida
La Revolución Local, Av. 11 de Julio, San Salvador

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.

15 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.

16 MONEDA Y FINANZAS

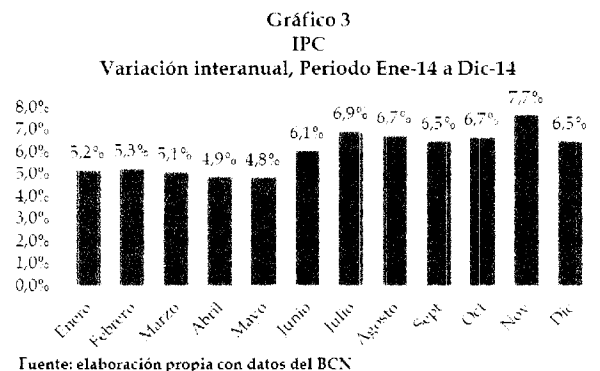
A diciembre del 2014, las Reservas Internacionales Netas sufrieron una disminución como consecuencia de la disminución en el encaje de moneda extranjera, el pago de servicio de deuda externa, entre otros. No obstante, el nivel de reservas brutas alcanzado fue suficiente para dar credibilidad al régimen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

17 PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACION

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

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Calle 10, Residencial El Mirador
Calle 10, Jardín, San José, Costa Rica

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157
Edificio Central Tower Piso 10
Calle 100 #100

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9157
Centro Profesional Privada en Lima - Av. La F
La Revolución, Ciudad Vieja, Ciudad de San Salvador

4 INFORMACIÓN SOBRE LA ENTIDAD

EL PERIÓDICO Y RESUMEN HISTÓRICO

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 abocado 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 del aeropuerto de Puerto Cabezas y la construcción de los aeropuertos de 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 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, 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

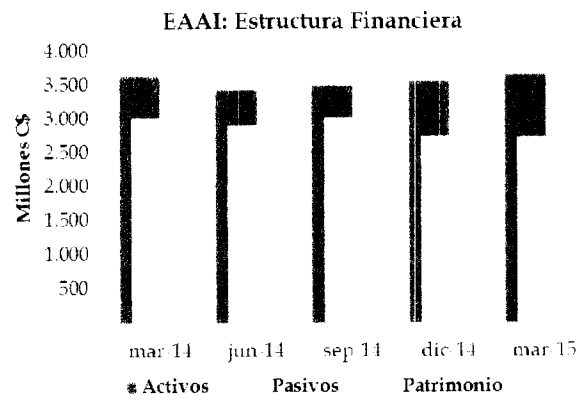
permite a EAAI una mayor comercialización del aeropuerto ante nuevas líneas aéreas. El Aeropuerto Internacional de Managua se convierte entonces en el primer país de América Central en tener esta calificación.

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 primer trimestre del 2015, la entidad no muestra cambios de consideración en su estructura financiera y sostiene la contracción de sus pasivos de la mano con el incremento en su posición patrimonial, esto gracias a que durante el presente periodo se registró el ingreso de US\$6,73 millones como parte del aporte del MHCP correspondiente al año 2015, el cual fue destinado a la cancelación de pasivos.



Cabe destacarse, que en periodos anteriores las finanzas de EAAI se vieron afectadas por la reclasificación de pasivos con exigibilidad hacia el largo plazo, procesos de reevaluación e inclusión de activos, la condonación parcial de los préstamos concesionales y el proceso de certificación aeroportuaria que llevó a cabo la organización.

Detallando la estructura financiera de EAAI según su liquidez y exigibilidad, a marzo 2015 se mantiene el esquema de alta concentración en los activos no circulantes, mientras que los activos al corto plazo pesan 7% del activo total, por debajo del 13% que representa el pasivo circulante sobre la posición pasiva y patrimonial.

Página 5 de 12

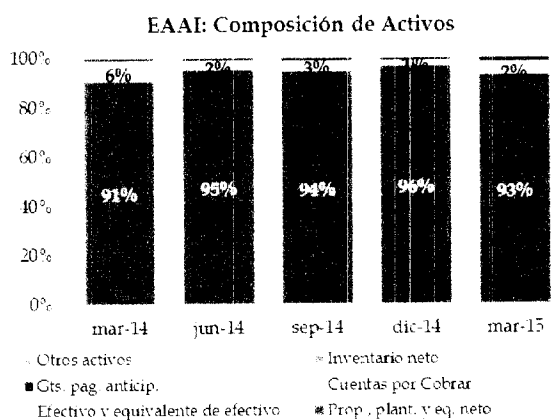
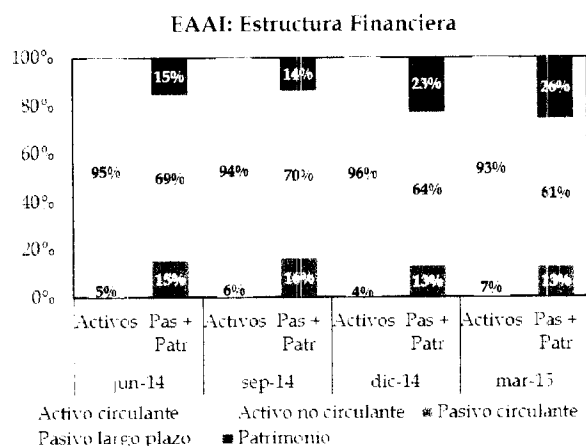
OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago: Residencial El Mirador
Calle 10 y Calle 11, San José, Puerto

Panamamá: (507) 839-0007 | 260-9157
Edificio Central Tower, Piso 17
Calle 10 y Calle 11

El Salvador: (503) 2243 7400 | 2102 9511
Centro Politécnico del Presidente Juan Antonio
Ferreol Rivera, Local A, 10 de Octubre, San Salvador

www.scrtcsgr.com | info@scrtcsgr.com



El presente esquema denota un activo a largo plazo que se ha financiado un 66% vía pasivos a largo plazo, un 28% a través de patrimonio y un 6% por medio de pasivo circulante. La capacidad de la organización para el pago de sus obligaciones depende en una proporción muy importante de la capacidad del activo fijo para generar ingresos y aportar a la liquidez.

5.1 ACTIVOS

La partida de activos de EAAI suma C\$3.657,89 millones (US\$135,88 millones) para marzo 2015, mostrando un crecimiento interanual del 1% y un aumento trimestral del 3%, el cual es causado principalmente por el incremento del efectivo, las cuentas por cobrar y los gastos pagados por anticipado.

A raíz de lo anterior, la cuenta de propiedad, planta y equipo, principal activo de EAAI, pasó a representar un 93% tras registrar C\$3.392,78 millones (US\$126,03 millones) a marzo 2015. Esta cuenta no presenta variaciones de consideración para el periodo.

En concreto, como segunda partida de mayor peso dentro del activo (4%), las cuentas por cobrar se elevaron un 120% en el último trimestre, debido al aumento de clientes y mayor generación de ingresos que ha implicado la entrada nuevas líneas aéreas. Interanualmente, las cuentas por cobrar son un 49% mayor.

La partida de efectivo y equivalentes de efectivo, presenta un incremento del 87% trimestral, motivado por la aportación del MHCP correspondiente al 2015 que entró durante el mes de febrero a las cuentas de EAAI. La variación interanual de -70% en este componente del activo, obedece a que para marzo 2014 el efectivo había crecido significativamente para atender el pago de los bonos BRADE.

5.2 PASIVOS

Al 31 de marzo del 2015, la posición pasiva de la entidad suma C\$2.716,98 millones (US\$100,93 millones), mostrando una reducción interanual del 10% y trimestral del 1% ocasionada por la cancelación de deudas, que trajo consigo el aporte del MHCP del 2015, y la condonación parcial de la deuda concesional Radares I y II.

Adicionalmente, a raíz del proceso de reclasificación que efectuó EAAI sobre partidas que no presentaban una exigibilidad real en el corto plazo, varias cuentas del pasivo se modificaron para aliviar el peso de los pasivos al corto plazo, como lo evidencian las cuentas y gastos acumulados por pagar y otras obligaciones por pagar.

Puntualmente, para el cierre del primer trimestre del 2015 la deuda a largo plazo, pasivo más importante, denota una contracción del 1% trimestral y un aumento interanual del 13%, como consecuencia del efecto conjunto entre la cancelación deudas a través del aporte del MHCP y la reclasificación del remanente de la deuda concesional en este rubro, modificándose así su importancia relativa con respecto a la observada en marzo 2014.

El segundo pasivo más importante (bonos), no sufrió mayor cambio al cierre del trimestre, aunque su porción corriente evidenció la cancelación de la primera serie del Programa BRADE.

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.

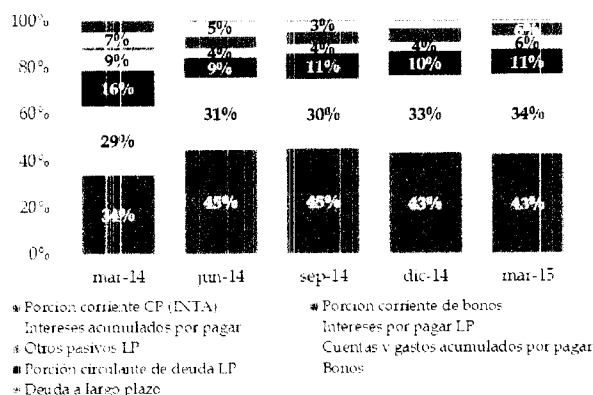
OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
 Calle 9, Residencial El Molino
 Edificio 10, Segunda Planta

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157
 Building Century Tower, Piso 10
 Dirección 1010

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9513
 Centro Profesional Presidente, 1ma Avenida
 La Revolución, Local A7, Ciudad San Blas

EAAI: Composición Pasivos



6.3 PATRIMONIO

El patrimonio de EAAI suma C\$940,91 millones (US\$34,95 millones) a marzo 2015, contabilizando aumentos por el orden del 50% anual y 16% trimestral. Las últimas variaciones que presenta la partida patrimonial fueron causadas por los aportes Estatales introducidos a través de las aportaciones del MHCP y la condonación parcial de la deuda de los Radares I y II, asimismo, la inclusión de infraestructura aeroportuaria que aún no había sido contabilizada implicó aumentos en la partida de incorporación de activos fijos, lo cual ayudó a levantar la posición patrimonial.

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.

Las pérdidas acumuladas se ubican en C\$1.220,32 millones (US\$45,33 millones) al cierre del primer trimestre del 2015, después de crecer en 4% con respecto al trimestre anterior y 30% de forma interanual.

6 ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

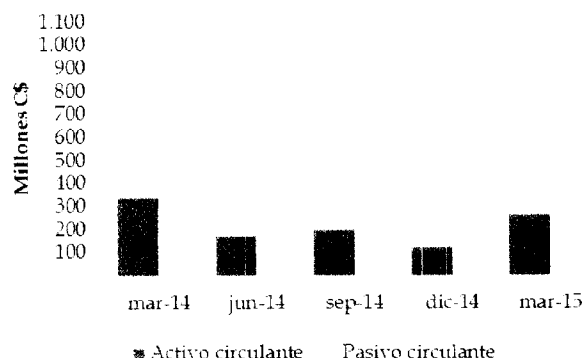
6.1 COBERTURA Y LIQUIDEZ

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 a menos de un año.

Puntualmente, se registra una brecha negativa de liquidez por C\$203,62 millones (US\$7,56 millones) para marzo 2015,

la cual se redujo en 72% interanual y 39% trimestral, dado el aumento que denota el activo circulante ante la entrada de la asignación del MHCP correspondiente al 2015 y la reducción significativa de los pasivos circulantes mediante la reclasificación de obligaciones con exigibilidad real al largo plazo, la cancelación de deudas por medio de la misma transferencia del MHCP y la condonación parcial de los préstamos concesionales.

EAAI: Activo circulante vrs Pasivo circulante



A marzo 2015, se produce una razón circulante que alcanza su punto más alto en el último año al cerrar en 0,56 veces. Esto significa que los activos circulantes cubren el 56% de las obligaciones de corto plazo que mantiene la empresa, razón que aún se considera como baja.

Cobertura	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15
Razón circulante	0,32	0,33	0,35	0,27	0,56
Prueba ácida	0,31	0,31	0,34	0,25	0,55

Es importante resaltar 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 0,81 veces para marzo 2015.

Pasivo Circulante -31 de marzo del 2015-	Córdobas	Equivalencia en US\$
Total pasivo a corto plazo	467.426.497,30	17.363.346,52
Préstamos Banpro (modalidad Balloon Payment)	142.126.438,59	5.279.526,55
Total deuda exigible real a corto plazo	325.300.058,71	12.083.819,97
Total Activo Circulante	263.807.391,26	9.799.571,00
Razón circulante ajustada	0,81	0,81

Pasando al análisis del flujo de caja, ante esta situación de cobertura insuficiente que denota el activo circulante, EAAI mantiene un monitoreo diario de sus flujos de efectivo y a través del análisis sobre la prelación de sus obligaciones, tanto financieras como comerciales, ha logrado sostener su solvencia, aunque esta se considera estrecha.

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
 Cartago: Residencial El Molino
 Edificio Platón - San José, Panamá

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

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-0811
 Centro Profesional Presidente Amín - Avenida
 La Revolución Local - Xela - Guatemala

EAAI generó un flujo de caja real de US\$1,94 millones para el primer trimestre del 2015, el cual fue 23% menor al generado durante el mismo periodo del año anterior. Esto se suscitó a raíz del mayor crecimiento que presentaron los egresos de efectivo (11%) frente al aumento observado en las entradas de efectivo (6%).

Puntualmente, el incremento en las salidas de efectivo se origina por los mayores gastos financieros (pago de intereses correspondientes a préstamos con CARUNA y cancelación de intereses de Bonos BRADES) e inversiones incurridas derivadas del proceso de certificación. Por su lado, las entradas de efectivo obedecen su aumento, principalmente, al crecimiento de 8% en los ingresos operativos.

Al final, el flujo de caja acumulado a marzo 2015 se contabiliza en US\$3,31 millones, por lo que crece en 1% de forma interanual y se compone en 59% por el flujo generado durante este primer trimestre y 41% por el flujo de caja inicial.

El análisis del EBITDA denota una contracción del 37% interanual en las utilidades antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones, lo cual contrajo la cobertura a carga financiera a 0,96 veces para marzo 2015. Ante este nivel, el flujo de caja operativo no logra cubrir las cargas financieras derivadas de las deudas asumidas por la entidad.

Adicionando al gasto financiero la totalidad de la deuda financiera a corto plazo, se obtiene una cobertura a servicio de deuda que cae a 0,18 veces, la cual se considera muy baja, y si se sumara en su totalidad el pasivo a corto plazo, la razón cae aún más a 0,13 veces, tal como lo refleja la cobertura a obligaciones de corto plazo.

La totalidad de la deuda financiera posee un peso muy elevado frente al EBITDA generado por la entidad, si bien este se disminuye ligeramente a marzo 2015 dada la reducción general de pasivos, aún el significativo peso que tiene el financiamiento sobre el flujo operativo expone riesgos importantes a nivel de liquidez al largo plazo.

Indicadores EBITDA	mar-14	mar-15
EBITDA (córdobas)	74.599.229	68.657.163
Cobertura a carga financiera	1,05	0,96
Cobertura a servicio de deuda	0,08	0,18
Cobertura a obligaciones CP	0,07	0,13
Deuda financiera a EBITDA	36,31	35,10

En general, EAAI presenta un flujo de operación de corto plazo, el cual le permite cubrir las inversiones en activo neto de corto plazo y pagar las fuentes de financiamiento de exigibilidad inmediata, esto después de hacer frente a los

gastos corrientes de operación. Las necesidades de inversión en activo fijo (infraestructura aeroportuaria) requieren de nuevo financiamiento con pasivos o aumento de patrimonio (vía aportaciones del Gobierno) para poder ser financiadas y considerando la deuda total, EAAI aún debe consolidar un mayor flujo operativo para controlar los riesgos de liquidez que expone su estructura financiera.

Para el año 2015, EAAI proyecta aportar a su flujo de caja anual acumulado US\$1,69 millones, cifra que es 1,77 veces mayor al flujo aportado durante el 2014. Lo anterior se produce, principalmente, a través de una contracción de las salidas de efectivo (-12%) por la disminución de las amortizaciones, ausencia de pago de bonos y reducción de costos operativos tras la finalización del proceso de certificación.

Cabe destacarse, que además se estima un incremento de los ingresos operativos por el orden del 14% y la ausencia de nuevo financiamiento.

6.2 ENDEUDAMIENTO

Al 31 de marzo del 2015, EAAI logra mejorar su situación de apalancamiento financiero tras registrar una razón de deuda que llega a 74,28%, la cual decrece tanto trimestral como interanualmente gracias al continuo proceso de amortización de pasivos que lleva a cabo la organización.

En general, el endeudamiento comercial suma C\$1.444,89 millones (US\$53,67 millones) por lo que se disminuye 2% de manera trimestral y 8% interanualmente, llegando a significar un 53% del pasivo total, el cual se considera alto.

En detalle, el peso de la deuda comercial al corto plazo es de 11% del total de pasivos, mientras que las obligaciones financieras comerciales al largo plazo pesan un 43%. Dentro de la deuda comercial al corto plazo, se contabiliza el préstamo "Balloon Payment" con BANPRO, el cual significa alrededor del 49% del total de la deuda bancaria al corto plazo; si bien se requiere el registro de esta obligación dentro de los pasivos corrientes, su cancelación o exigibilidad está pactada en el largo plazo, por lo que si no se toma en cuenta esta obligación, los préstamos bancarios al corto plazo significan un 5% del total de pasivos.

La reducción de pasivos que ha ocasionado la asignación del MHCP del 2015 y la condonación parcial de préstamos concesionales, redujeron el nivel de endeudamiento a unas 2,89 veces para marzo 2015, la razón también se vio impactada por el crecimiento que presenta el patrimonio en el último trimestre; este nivel de endeudamiento aún se considera como alto.

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
 Cantón, Residencial El Molino
 Edificio Platanos, Segundo Piso

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

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-4511
 Centro Profesional Presidente Juan Antonio
 La Revolucion, Local A-1 Colonia San Vicente

La cobertura de intereses se registra en 51,90%, cayendo al final del primer trimestre del 2015 a raíz del aumento que contabilizaron los gastos por intereses bancarios (+13%) y la contracción de la utilidad operativa (-37%).

Para este trimestre bajo evaluación se registra el pago de los intereses correspondientes de los Bonos BRADE por lo que el gasto tiende a inflarse afectando la razón.

Grande Objeto	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15
Razón de deuda	82,73%	84,50%	86,23%	77,22%	74,28%
Cobertura de intereses	93,13%	59,50%	33,00%	43,84%	51,90%
Endeudamiento	4,79	5,47	6,26	5,39	2,89
Interés medio sobre pasivos	4,83%	3,70%	3,61%	6,11%	6,06%

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 marzo del 2015, el saldo de esta obligación en el corto plazo suma un total de C\$10.768.124,58 equivalentes a US\$400.000,00. 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 90% 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 refinanciamiento	Series				
Clase de refinanciamiento	Series A	Series B	Series C	Series D	Series E
Saldo por el refinanciamiento por pagar	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Saldo por el refinanciamiento	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Saldo por el refinanciamiento por pagar	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Saldo por el refinanciamiento	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Saldo por el refinanciamiento por pagar	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Saldo por el refinanciamiento	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000

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 30 de abril del 2015, el fondo suma US\$589.467,46, según el último

estado de cuenta del fondo de reserva, monto que equivale a un 3,93% 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.

7. ANALISIS DE GESTION

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.
- Compra de equipos de asistencia en tierra y otros activos fijos

En cuanto a los índices de actividad de la entidad, la rotación del activo circulante (RAC) cayó trimestralmente a 3,60 a causa del mayor volumen de activos circulantes que generó la transferencia del MHCP, no obstante, dada la mejora interanual en la generación de ingresos (+14%) la razón mejoró con respecto a marzo 2014.

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 con tendencia ascendente.

Actividad	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15
RAC	2,44	4,78	4,35	7,65	3,60
RAF	0,25	0,25	0,25	0,28	0,28
RAT	0,23	0,21	0,21	0,27	0,26

En relación con la actividad aeroportuaria referente a las entradas y salidas de pasajeros internacionales del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino, principal plaza de EAAI, es importante destacar que el aeropuerto presenta estacionalidades en el comportamiento del flujo de pasajeros, siendo los periodos de diciembre a marzo y de julio a setiembre cuando se registra la mayor entrada y

OFICINAS REGIONALES

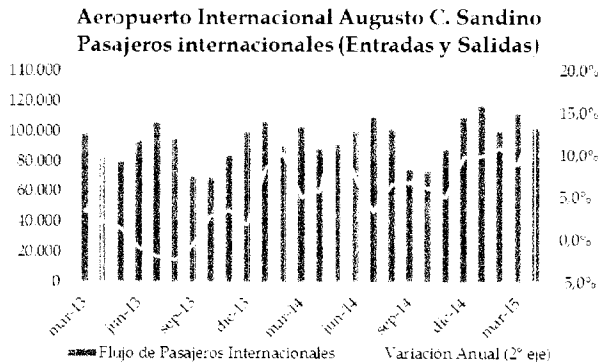
Costa Rica: (506) 2552-5936
 Carrera Residencial El Mirador
 Edificio El Dorado, San José, Panamá

Panamá: (507) 819-0007 | 260-9157
 Edificio Century Tower, Piso 19
 Oficina 1917

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9544
 Centro Profesional El Estrella, Zona A-1, C-1
 La Revolución, Local No. 11, Ciudad San Salvador

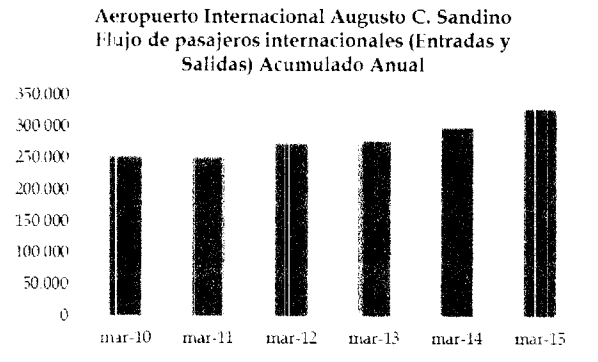
salida de pasajeros internacionales y por ende el mayor movimiento a nivel de ingresos.

Al finalizar el primer trimestre del 2015, el flujo acumulado de entradas y salidas de pasajeros internacionales correspondientes al Aeropuerto Internacional de Managua, registró un total de 330.304 pasajeros, lo cual significó un crecimiento del 10% con respecto a los datos del mismo periodo del año anterior.



Al observar el movimiento de la tasa de variación anual en el número de pasajeros internacionales, EAAI presenta una tendencia ascendente en el crecimiento del tránsito de pasajeros internacionales, la cual se marca desde agosto del 2013. Este periodo denota el incremento en el atractivo de Nicaragua como destino turístico y de negocios en la región, aunado al logro de los distintos proyectos que ha logrado EAAI para contar con una infraestructura aeroportuaria cada vez más robusta.

Actualmente, los niveles de crecimiento en la operación aérea superan las proyecciones mantenidas por la organización, incluso a nivel de proyección de flujos de efectivo.



Las mejoras en infraestructura logradas han significado un impacto directo al flujo de pasajeros que este aeropuerto

puede recibir, elevando en los últimos 5 años el ritmo de entradas y salidas de pasajeros internacionales.

Como consecuencia del aumento en la operación de EAAI, la cobertura de las necesidades de los otros aeropuertos (Ometepe y San Juan) y la finalización del proceso de certificación con OACI, se suscitó un incremento en los gastos administrativos que afectó los niveles de rotación de este tipo de gasto hacia la baja para marzo 2015. Asimismo, se presentó una desmejora en la razón de cobertura de los gastos administrativos, ya que para este periodo EAAI obtuvo un resultado operativo 37% menor al del año anterior.

Actividad	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15
Rotación Gastos Adm.	22.71	22.51	20.06	33.21	14.40
Razón Operativa Gastos Adm.	0.85	0.84	0.52	0.73	0.34

8. ANALISIS DE RESULTADOS

Al 31 de marzo del 2015, EAAI presenta un crecimiento del 12% en sus ingresos totales acumulados con respecto a los registrados durante el mismo periodo del año anterior, tras contabilizar C\$243,65 millones (US\$9,05 millones). Esto es causado, principalmente, por el mayor nivel de actividad aeroportuaria que elevó los ingresos por servicios aeroportuarios en un 16% interanual, además del crecimiento en los réditos generados por servicios auxiliares (+9% interanual) y concesiones (+7% interanual).

En términos generales, los ingresos de EAAI se componen en un 82% por servicios aeroportuarios, 13% por ingresos auxiliares, un 3% 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 el aumento de la oferta de vuelos por varias líneas aéreas:

- Apertura de vuelos directos entre Los Ángeles - Managua, llevado a cabo por Delta Airlines.
- Apertura de vuelos directos entre Dallas - Managua, llevado a cabo por American Airlines.
- Spirit Airlines introdujo vuelos directos entre Houston, Texas y Managua, con una frecuencia de tres vuelos a la semana y una capacidad de sillas entre 140 y 170 personas.
- Operación creciente de Aeroméxico

Lo anterior se debe al crecimiento de la demanda de turistas extranjeros, inversionistas y exploradores de negocios,

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cantón: Residencial El Molino
Calle: El Estero, Segunda Pista

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157
Edificio Carlini, Tower Piso 19
Oficina 1041

El Salvador: (503) 2245-7419 | 2102-8511
Centro Profesional Profesional, Edificio Accesorio
E.L. Recepción, Torre A, P.O. Box 1300, San Salvador

asimismo cabe destacar que la nueva ruta Dallas - Managua, tiene una conexión hasta Shanghai y Beijing.

Pese a este escenario de creciente generación de ingresos, el primer trimestre del 2015 estuvo cargado de gastos que se incrementaron en mayor medida que los ingresos. Al 31 de marzo del 2015, EAAI evidencia gastos totales por la suma de C\$298,13 millones (US\$11,07 millones), los cuales ascendieron 15% de forma interanual.

En concreto, todas las líneas de gasto operativo presentan incrementos interanualmente, ocasionado que al final los egresos operativos crecieran en un 24%, impactados por los diversos gastos incurridos en el proceso de certificación, la alta carga de depreciación que genera el activo fijo y los costos operativos que varían en proporción al aumento de la operación aérea. Por el lado de los gastos financieros, estos se redujeron en un 2% gracias a la menor pérdida cambiaria que ha involucrado la decreciente revaluación de obligaciones en moneda extranjera.

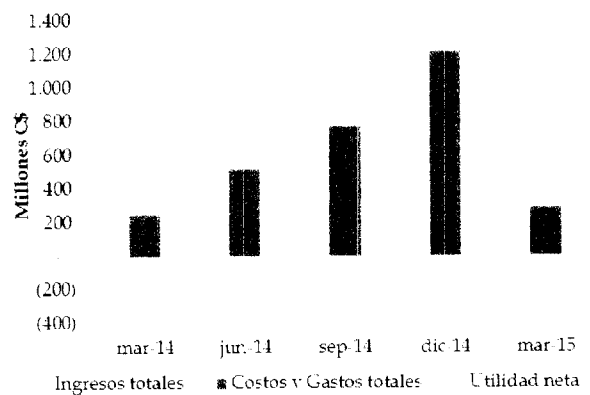
De forma general, los costos y gastos de EAAI se componen en 30% por los gastos financieros, con 19% de importancia relativa cada uno se ubican los costos de servicios aeroportuarios y la depreciación, mientras que los gastos de administración representan alrededor del 16%, los costos de servicios auxiliares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

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.

Adicionalmente, el crecimiento de los gastos administrativos por el orden del 59% interanual, responde al incremento en la dotación de personal para el área de rampa a raíz del mayor nivel de operación aeroportuaria, los costos de capacitación asociados a este incremento de personal y las exigencias de la certificación con el OACI, así como la ejecución de gastos de representación y viajes realizados por la Administración de EAAI para misiones de trabajo con motivo de la consecución de nuevas líneas aéreas y visitas a inversionistas.

Al final, para marzo 2015 el efecto conjunto de ingresos y gastos produjo un resultado del período que totalizó C\$54,48 millones (US\$2,02 millones) de pérdida acumulada, la cual se profundizó en un 35% interanual.

EAAI: Estado de Resultados Acumulado



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, la consolidación comercial de los distintos aeropuertos y se lleven a cabo futuras estrategias de revisión tarifaria.

Analizando a EAAI en razón del EBITDA, el cual mide el desempeño operativo de la empresa, se observa como la entidad disminuyó sus beneficios de operación interanualmente al registrar una ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones de C\$68,66 millones (US\$2,55 millones), 8% menor a la registrada en marzo 2014.

	EAAI EBITDA		Δ anual
	-En Córdoba (C\$)-		
	mar-14	mar-15	
Utilidad Bruta	33.832.156,61	21.353.928,31	-37%
(+) Depreciación	40.767.072,30	47.303.234,29	16%
EBITDA	74.599.228,91	68.657.162,60	-8%
Ventas	208.720.538,03	237.358.616,27	14%
Margen EBITDA	36%	29%	

En términos del margen EBITDA, entendido como el cociente de la razón EBITDA/Ventas Totales, EAAI contrae su nivel de forma interanual, ya que en razón a su empleo de costos operativos, estos consumen alrededor del 71% de los ingresos totales para marzo 2015.

9. RENTABILIDAD

De forma generalizada, los resultados acumulados de EAAI a marzo 2015 reflejan indicadores de rentabilidad negativos que continúan señalando como el alto apalancamiento tiene

Página 11 de 12

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
 Cartago: Residencial El Melón
 Salitral Palmar, Neomán Plaza

Panamamá: (507) 839-0007 | 260-9157
 Edificio Century Tower, Piso 19
 Oficina 1911

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-8511
 Centro Profesional Presidente, Nivel A, Ciudad
 La Revolución, Local A-1, Colonia San Juan

www.seriogsa.com / info@seriogsa.com

un efecto negativo en la estructura de rentabilidad de la organización.

Desde el punto de vista de resultados operativos, EAAI mejora con respecto al trimestre anterior aunque interanualmente se denota una caída tanto en el rendimiento de operación sobre activos como en el margen de utilidad operativa a raíz de los costos operativos crecientes.

Rendimientos	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15
Rend. Operación / Activos	3,72%	2,89%	1,60%	2,07%	2,34%
ROA	4,45%	6,37%	6,28%	6,91%	5,96%
ROE	25,77%	12,39%	13,58%	30,34%	23,16%
Margen de utilidad operativa	16,21%	12,09%	6,89%	7,59%	9,00%
Explotación / Ingreso	1,11%	2,83%	4,02%	4,04%	3,72%

10. COSTOS DE TRANSFORMACION

Hacia marzo 2015, el índice de costo de ventas desciende trimestralmente a 37,23%, significando que para este periodo los gastos por servicios, tanto aeroportuarios como auxiliares, consumieron en menor medida los ingresos de la operación; además, el crecimiento interanual en los ingresos totales movió hacia la baja la razón.

Por su parte, el indicador de gastos de operación presenta aumentos de forma interanual y trimestral, afectado por el ascenso en el gasto administrativo y los gastos de depreciación. Específicamente, el gasto administrativo consume alrededor del 26,76% de los ingresos generados por EAAI, denotando el punto más alto del último año como consecuencia del incremento interanual del 59% que registra.

El indicador de gasto financiero presenta contracciones de forma trimestral e interanual y sostiene su tendencia de contracción como parte del proceso de reducción de la carga pasiva de EAAI. Conforme se concreten los distintos pasos para la reducción del endeudamiento de la organización, se espera que este gasto reduzca su elevado peso con respecto a los ingresos generados.

Costos De Transformación	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15
Costo de Ventas	37,40%	40,24%	41,85%	51,10%	37,23%
Gastos Operación	46,39%	47,67%	51,26%	41,31%	53,77%
Gasto Administrativo	19,18%	18,76%	21,51%	10,42%	26,76%
Gasto Financiero	34,02%	37,46%	30,58%	31,95%	31,05%

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.

Página 12 de 12

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-8936
Calle 70, Residencial El Molino
Edificio Futuro, San José, Puntarenas

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 10
Oficina 1817

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9544
Centro Profesional Presidente, Zona Acentos,
La Revolución, Local A-1, Colonia San Benito

www.scr.de-ge.com | info@scriesgo.com